

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI “FEDERICO II”



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

DOTTORATO IN
“DIRITTO DELLE PERSONE, DELLE IMPRESE E DEI MERCATI”
XXXIII CICLO

Tesi di Dottorato

*La trasmissibilità ostacolata della partecipazione azionaria.
Covendita, cambio di controllo, acquisti potestativi totalitari.*

Coordinatore

Ch.mo Prof. Giuseppe Recinto

Tutor

Ch.mo Prof. Antonio Blandini

Candidata

Dott.ssa Emiliana Cicatelli

INDICE

Prefazione.....	5
-----------------	---

CAPITOLO I

PROPRIETÀ E CONTRATTO NELLE OPERAZIONI DI TRASFERIMENTO AZIONARIO

1. Proprietà e contratto nella circolazione della partecipazione azionaria: le due direttrici dell'indagine.....	7
2. La portata del divieto di alienazione nell'ordinamento societario e l'attuale tenuta del principio di libera trasferibilità delle azioni.....	18
3. Schemi negoziali alieni e multiformità delle operazioni di trasferimento azionario.....	31
4. Partecipazione di controllo e partecipazione totalitaria.....	42
5. Trasferimenti totali, trasferimenti del pacchetto di controllo: una premessa e la delimitazione delle questioni oggetto della ricerca.....	50

CAPITOLO II

LA TRASMISSIBILITÀ OSTACOLATA DELLA PARTECIPAZIONE AZIONARIA: IL DIRITTO STATUTARIO DI COVENDITA

1. Il diritto statutario di covendita: presupposti e descrizione della clausola aliena di <i>tag-along</i>	58
1.1 <i>Tag along</i> e limiti alla circolazione delle azioni.....	68
1.2 <i>Tag along</i> e <i>lock-up</i> statutario: i rapporti con il divieto di alienazione.....	74
2. La struttura della clausola statutaria di <i>tag along</i>	78
2.1 Per un tentativo di individuazione della natura giuridica della covendita...	87
2.2 Introduzione e rimozione delle clausole di <i>tag along</i>	101
2.3 Le interferenze con il diritto statutario di trascinarsi.....	115

2.4 La limitata rilevanza dell'equa valorizzazione rispetto al <i>tag along</i> statutario.....	120
3. La prospettiva civilistica e la dimensione societaria nella ricostruzione della fattispecie.....	128
3.1 <i>Tag along</i> e prelazione statutaria.....	139
3.2 <i>Tag along</i> e vendita della nuda proprietà azionaria.....	148
3.3 Il cambio di controllo come presupposto di attivazione della covendita...	168

CAPITOLO III

LA CIRCOLAZIONE DI PACCHETTI AZIONARI DI RIFERIMENTO: LE CLAUSOLE DI CAMBIO DI CONTROLLO

1. Genesi, funzioni e ambito di applicazione delle clausole di cambio di controllo.....	174
1.1 La ricostruzione del <i>change of control</i> come fenomeno di importazione.....	182
1.2 La struttura delle clausole di <i>change of control</i>	188
1.3 I rapporti tra cambio di controllo e limiti convenzionali alla circolazione delle azioni: il caso della prelazione statutaria.....	193
2. Cambio di controllo ed effetti del trasferimento delle partecipazioni delle società socie.....	196
2.1 L'avallo della giurisprudenza.....	206
2.2 Il riconoscimento della prassi notarile.....	213
3. Cambio di controllo e meccanismi di disinvestimento.....	215
3.1 (<i>segue</i>) Il versante statutario.....	219
3.2 (<i>segue</i>) Il versante parasociale.....	221
3.3 (<i>segue</i>) I possibili strumenti atipici di <i>exit</i>	222
3.4 La configurabilità del cambio di controllo e della conversione azionaria senza fuoriuscita dalla compagine sociale.....	225
4. La tipizzazione normativa delle clausole di cambio di controllo.....	225
4.1 Cambio di controllo e cc.dd. <i>loyalty shares</i>	226
4.2 Cambio di controllo e <i>crowdfunding</i>	236

CAPITOLO IV

GLI ACQUISTI POTESTATIVI DELLA PARTECIPAZIONE AZIONARIA TOTALITARIA E IL DISINVESTIMENTO FORZOSO

1. Individuazione delle forme di acquisto potestativo e tutela dell'acquirente.....	241
2. La clausola di <i>russian roulette</i> nell'ambito delle cc.dd. <i>buysell provisions</i>	245
2.1 Fisiologia degli stalli decisionali e progressiva legittimazione giurisprudenziale della <i>russian roulette</i>	246
2.2 <i>Russian roulette</i> : vaglio di legittimità e giudizio di meritevolezza.....	261
2.3 <i>Russian roulette</i> ed equa valorizzazione della partecipazione sociale.....	268
2.4 <i>Russian roulette</i> e compatibilità con il divieto di patto leonino	280
2.5 L'ipotizzabilità di una "statutarizzazione" delle <i>dissolution provisions</i>	288
3. <i>Squeeze-out</i> statutario: ricostruzione normativa, presupposti e conformazione della proprietà azionaria.....	293
3.1 Il trasferimento coattivo della proprietà azionaria come nucleo centrale della fattispecie: acquisto della proprietà azionaria mediante <i>squeeze out</i> e perdita dello <i>status socii</i>	301
Conclusioni.....	306
Bibliografia.....	309

PREFAZIONE

La circolazione della partecipazione azionaria costituisce, attualmente, uno degli osservatori privilegiati dal quale esaminare la permeabilità dell'ordinamento societario interno rispetto a meccanismi di trasferimento delle partecipazioni elaborati nei sistemi di *common law* e che, gradualmente, stanno smarrendo i connotati di "alienità" che in origine li caratterizzavano.

L'angolo visuale prescelto in questa indagine è quello della trasmissibilità ostacolata della partecipazione azionaria, vicenda che, ricostruita sulla scorta dell'attuale portata del divieto di alienazione, si snoda su un doppio crinale: quello degli assetti proprietari e quello della negoziabilità; prendendo le mosse dalle peculiarità che caratterizzano la cessione della partecipazione azionaria totalitaria e di controllo, si verificheranno le interferenze che, rispetto a tali fattispecie traslative, determina l'inserimento in statuto di una clausola di *tag-along*. La mancata tipizzazione di tali meccanismi impone non solo di verificarne la natura giuridica ma anche di selezionare le strutture negoziali più idonee a spiegarne il funzionamento; la scelta di concentrare la riflessione soltanto sulle clausole di accodamento – nel più vasto ambito dell'alienazione congiunta della partecipazione azionaria – si giustifica non solo in ragione della minore attenzione riservata dalla dottrina e dalla giurisprudenza a tali congegni, ma anche a causa della loro maggiore attitudine condizionante gli equilibri societari ove esse si abbinino alla costituzione di diritti reali frazionari sulla partecipazione azionaria.

All'analisi del diritto statutario di covendita segue dunque la disamina delle clausole di *change of control*, che con sempre maggiore frequenza vengono inserite negli statuti societari al fine di predeterminare le conseguenze correlate a un ordinato trasferimento del controllo; invero, tali meccanismi implicano l'esigenza di una costante verifica del loro rapporto con il principio di libera trasferibilità della partecipazione azionaria e consentono di vagliare l'incidenza del riassetto della proprietà azionaria (che per effetto del mutamento di controllo si attua) sulle vicende traslative della partecipazione medesima.

Da qui l'esigenza di perimetrare i trasferimenti assoggettabili a cambio di controllo e quelli esenti, in un'ottica che ne valorizzi la funzione organizzativa e ne circoscriva la potenziale elusività. La frammentarietà del contesto di riferimento e la totale assenza di contributi organici sul tema hanno altresì reso necessario un tentativo di definizione operativa delle clausole di cambio di controllo che, allo stato, sono oggetto di interesse legislativo soltanto nell'ambito delle società quotate (art. 125-*quinquies* t.u.f., in tema di *loyalty shares*) e dell'*equity crowdfunding*, onde verificare se le indicazioni desumibili da tali sotto-sistemi legislativi possano ritenersi in grado di trascendere gli speciali settori in cui sono dettate.

Particolare risalto è stato quindi dato, per un verso, alla possibilità di configurare strumenti atipici di *exit* e, per altro verso, alla ipotizzabilità del cambio di controllo e della conversione azionaria senza fuoriuscita dalla compagine sociale. La disamina si completa con un'analisi degli effetti che la singolare fattispecie del cambio di controllo dispiega sul trasferimento delle partecipazioni delle società socie, problema che ha consentito anche di accennare alle più recenti evoluzioni in tema di equiparabilità del trasferimento di una partecipazione azionaria di riferimento alla cessione di azienda, nonché alle questioni di vertice attinenti alla personalità giuridica della società azionarie e al *piercing the corporate veil*.

All'esito del quadro delineato, fondato sulla costante della base consensuale che sorregge le vicende traslative richiamate, l'ultima parte dell'indagine si concentrerà sulle dinamiche contrattuali e corporative sottese agli acquisti potestativi della partecipazione azionaria totalitaria e sul disinvestimento forzoso, esaminando le tutele attivabili dall'acquirente della partecipazione sociale nell'ambito delle *dissolution provisions*. Verrà, in ultimo, data attenzione alla *russian roulette clause*, la cui analisi non ha potuto naturalmente prescindere dalla progressiva legittimazione giurisprudenziale che essa ha ricevuto nell'ultimo biennio e dalla rimeditazione del diritto alla conservazione dello *status socii* che essa sottende; si è dunque manifestato un netto *favor* per la statutarizzazione di tale meccanismo, senza trascurare – soprattutto per i profili controversi che esso presenta rispetto al riassetto della proprietà azionaria – la fattispecie contigua dello *squeeze-out* statutario.

CAPITOLO I

PROPRIETÀ E CONTRATTO NELLE OPERAZIONI DI TRASFERIMENTO AZIONARIO

SOMMARIO: 1. Proprietà e contratto nella circolazione della partecipazione azionaria: le due direttrici dell'indagine. – 2. La portata del divieto di alienazione nell'ordinamento societario e l'attuale tenuta del principio di libera trasferibilità delle azioni. – 3. Schemi negoziali alieni e multiformità delle operazioni di trasferimento azionario. - 4. Partecipazione di controllo e partecipazione totalitaria. - 5. Trasferimenti totali, trasferimenti del pacchetto di controllo: una premessa e la delimitazione delle questioni oggetto della ricerca.

1. Proprietà e contratto nella circolazione della partecipazione azionaria: i due poli dell'indagine.

L'attualità del tema del trasferimento della partecipazione azionaria, sia sul piano teorico sia sul versante applicativo, dimostra una netta controtendenza rispetto a quella fase di “stanca”¹ che aveva caratterizzato in passato le riflessioni sui titoli azionari, ancor prima che sulle relative vicende circolatorie². Interesse che è

¹ L'osservazione si rinviene in G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, 2000, 3.

² Esula da questa indagine il trasferimento di partecipazioni di società di persone, la cui circolazione è da ritenersi assoggettata alla disciplina di diritto comune dettata in tema di cessione del contratto (artt. 1406 ss. c.c.) che, integrata con l'art. 2252 c.c., impone la necessità del consenso unanime, salvo che sia diversamente previsto, per le modifiche del contratto sociale. Sul tema, si rinvia a P. PISCITELLO, *Società di persone a struttura aperta e circolazione delle quote*, Torino, 1995, 104 ss., spec. nt. 34, il quale rileva che «il problema dei rimedi volti a tutelare l'acquirente nell'ipotesi di una diversa consistenza del patrimonio sociale non presenta differenze di rilievo rispetto all'analoga questione in tema di società di capitali»; di questo avviso anche A. LUMINOSO, *La compravendita. Corso di diritto civile*⁵, Torino, 2008, 59, e M. GHIDINI, *Società personali*, Padova, 1972, 657 ss. In tempi risalenti: A. SRAFFA, *Cessione di quota sociale e responsabilità del cessionario*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 36 ss. Contrario alla cessione di quote di società personali è invece D. RUBINO, *La compravendita*, in A. CICU–F. MESSINEO (diretto da), *Tratt. dir. civ. e comm.*, Milano, 1971, 230. Sulla delicata questione della legittimità di una clausola che postuli la libera trasmissibilità della partecipazione, v. G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, 289. In giurisprudenza, per gli equivoci che si annidano nelle cessioni di quote di società di persone, si veda la risalente decisione di Trib. Genova, 17 gennaio 1984, in *Riv. dir. comm.*, 1984, II, 225 ss., con nota di F. SARCHI, *La prelazione legale nella cessione di quote sociali*.

destinato a crescere soprattutto in quei casi in cui oggetto del trasferimento sia un pacchetto azionario di riferimento, a causa delle molteplici implicazioni che la cessione di una partecipazione di particolare rilievo pone³.

La circolazione delle partecipazioni sociali⁴ non può allora prescindere dall'estensione e dalla conformazione dei limiti che possono condizionarla sia in ambito statutario, sia sul piano parasociale, né tantomeno dalla compatibilità di questi ultimi con l'ordinamento societario e civilistico, terreno sul quale si misurano i rapporti tra la prospettiva contrattuale e quella proprietaria⁵ nonché, su un piano più ampio, la tenuta di congegni negoziali elaborati nell'esperienza anglo-americana e ormai divenuti di applicazione corrente anche nell'ordinamento interno.

³ È sufficiente rilevare come, in Italia, se si escludono alcuni isolati contributi (rispettivamente: E. REDENTI, *Sui trasferimenti delle azioni civili*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1955, 74 ss.; W. BIGIAMI, *Note inutili sul c.d. trasferimento delle azioni civili*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, 130 ss.), l'interesse verso l'acquisizione di pacchetti azionari di riferimento non risalga a tempi molto remoti, come testimoniato dal primo studio organico sul tema; si allude a F. BONELLI – M. DE ANDRÈ (a cura di), *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990; da ultimo, A. CRIVELLARO (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989*, Milano, 2017. La diffusione delle operazioni di trasferimento azionario è ricondotta ai primi anni Novanta perché è in quel periodo che la proprietà dell'industria italiana, storicamente familiare o statale, si apre all'acquisizione da parte di investitori internazionali; lo rileva C.F. GIAMPAOLINO, *L'esecuzione dello SPA relativo alla maggioranza delle partecipazioni e la posizione dei terzi (Gestione interinale; earn out; drag-along)*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 977; sulle ulteriori finalità sottese a tale tipologia di operazioni, v. A. SCARSO, *La vendita non garantita di partecipazioni sociali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1999, 123 ss.

⁴ Per la tradizionale considerazione del regime legale della circolazione delle partecipazioni sociali alla stregua di uno degli elementi di caratterizzazione dei tipi sociali, A. DALMARTELLO, *Società tipiche e clausole atipiche*, in *Riv. dott. comm.*, 1960, 227, studio di persistente attualità soprattutto alla luce dell'emersione dei problemi inerenti alla validità delle clausole di *tag-along* e *drag-along*, oggetto di questa indagine. Il rilievo si deve a G.B. PORTALE, *Arturo Dalmartello nel diritto commerciale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 20.

⁵ Duplicità di piani che affiora già dal noto saggio di L. MENGONI, *La regola "possesso vale titolo" nella circolazione dei titoli di credito e i rapporti tra l'art. 1994 e l'art. 1153 c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1949, I, 142 ss.; più di recente, v. G. TERRANOVA, *Titoli di partecipazione e mercati finanziari: il ruolo del documento nella circolazione del rapporto*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 559 ss. È stato altresì notato che il tema della legittimazione, inducendo a considerare la posizione del socio nel momento in cui esercita i suoi diritti, ne richiede una valutazione *dinamica* ed in tal senso, nella maniera più chiara, si risolve in un'analisi dell'organizzazione societaria *a parte subiecti*, così C. ANGELICI, *Note preliminari sulla legittimazione nei titoli azionari*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, 35 ss., che riprende i più ampi rilievi di F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, 99 ss., secondo cui l'esame dei diritti del socio non rappresenta che un modo di descrivere, in termini soggettivistici, la struttura organizzativa della società.

Del resto, l'impressione è che anche la partecipazione azionaria, alla stregua di ogni altro concetto giuridico, rappresenti una categoria storica e non una categoria logica⁶, in quanto tale esposta a tendenze di riqualificazione⁷, accomunate dall'enfaticizzazione del versante tipicamente organizzativo⁸ e da tentativi di razionalizzazione delle condizioni di esercizio – nell'ambito dell'organizzazione societaria – dei diritti connessi alla partecipazione medesima; quest'ultima, infatti, alla luce della peculiarità

⁶ Per tutti, T. ASCARELLI, *Norma giuridica e realtà sociale*, in *Problemi giuridici*, I, Milano, 1959, 68 ss.; nonché, con esclusivo riferimento al diritto cartolare, ID., *Il problema preliminare dei titoli di credito e la logica giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, I, 301 ss.; ID., *Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V, libro IV del nostro codice: espressioni della normativa e tipologia della realtà*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 567 ss. L'idea della prevalenza del concetto "normativo" su quello "tipologico" è ribadita dall'A. anche in successivi studi: *Ancora sul concetto di titolo di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1956, I, 461 ss.; *Tipologia della realtà, disciplina normativa e titolo di credito*, ivi, 1957, I, 357 ss. Sul tema, cfr. anche G. FERRI, *Il concetto di titolo di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1940, e ora ripubblicato in *Scritti giuridici*, II, Napoli, 1990, 97 (da cui si cita), in parziale dissenso con la tesi di Ascarelli della non unità della fattispecie cartolare. Resta fermo, anche in quest'ambito, il monito della filosofia empirista (da Hume in poi) secondo cui la negazione del concetto, ove condotta alle sue conseguenze estreme, non consentirebbe neppure il discorso comune su un qualsiasi argomento. Una simile impostazione affonda le sue radici nella definizione dei concetti giuridici, in base all'accezione crociana, come pseudo-concetti, in grado di assolvere ad esigenze meramente pratiche, classificatorie ed empiriche: B. CROCE, *Logica come scienza del concetto puro*, Bari, 1947, 46 ss. Non può farsi a meno di rinviare, per spunti di teoria generale, allo scritto surreale e a tratti grottesco di R. VON JHERING, *Nel cielo dei concetti giuridici*, in ID., *Serio e faceto nella giurisprudenza*, [1884] trad. it. G. Lavaggi, in F. CALASSO (a cura di), *I classici del diritto*, III, Firenze, s.d., ma 1954, 271 ss.

⁷ Che le proposte ricostruttive finalizzate a tracciare una configurazione unitaria della partecipazione azionaria non abbiano raggiunto un grado di elevata stabilità, stante la variabilità dei contenuti e delle facoltà di cui la partecipazione stessa si compone, è rilevato già da G. DE FERRA, *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, Milano, 1964, 12, cui si deve la considerazione del sintagma partecipazione azionaria come formula ellittica; riflessioni coeve sono quelle di P. VITALE, *Contributo allo studio della partecipazione sociale*, Milano, 1965, 46, il quale sottopone a critica l'impostazione che «si adatta sul modulo diritti patrimoniali-diritti amministrativi del socio, considerando i patrimoniali in primo piano e quelli amministrativi come strumentali al conseguimento delle pretese di carattere patrimoniale», rileva che «non dalle posizioni patrimoniali si risale a quelle amministrative, asservite al soddisfacimento delle prime, ma la natura della posizione amministrativa, la portata dell'incidenza nella 'Machtlage' consente di enucleare la situazione patrimoniale». Di pluralità delle posizioni soggettive spettanti al socio (e ricomprese nella veste cartolare dei titoli azionari) discorre efficacemente F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 102-103; ID., *Fattispecie e disciplina del titolo azionario*, in *Riv. dir. civ.*, 1971, I, 505-507.

⁸ Prevalenza del versante organizzativo ribadita da B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, 147 ss.; F. CHIOMENTI, *Il titolo di credito (fattispecie e disciplina)*, Milano, 1977, 144 ss.

delle posizioni giuridiche che ricomprende⁹, complica ulteriormente il coordinamento con i principi immanenti alla circolazione dei diritti e rende superfluo, almeno ai fini di questa ricerca, ogni riflessione volta ad indagarne la natura giuridica¹⁰.

L'attitudine congenita delle azioni alla circolazione¹¹ e la loro intrinseca negoziabilità¹² devono allora conciliarsi con la posizione di partecipazione ad un fenomeno associativo che in esse è racchiusa e con la non indifferenza delle regole dell'organizzazione societaria¹³, la cui rilevanza - tanto nei confronti delle parti

⁹ La polisemia della nozione di "azione" è enfatizzata, tra gli altri, da G. CONTE, *La vendita di pacchetti azionari*, in G. GITTI- M. MAUGERI- M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati, società*, Bologna, 2012, 472.

¹⁰ La libera negoziabilità e la fungibilità delle azioni sono ormai ritenuti elementi sufficienti a bollare come "superfluo" ogni discorso preliminare volto a ricostruire la natura giuridica delle stesse; cfr., tra i tanti, C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, II, Torino, 1991, 211. Per la considerazione del problema della natura giuridica della partecipazione sociale come pseudo-problema, non può che farsi rinvio a F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 99. Secondo l'A. «il problema, così come è posto di solito, non ha soluzioni perché non è un problema. Donde discende subito che i tentativi fatti per risolverlo erano destinati *a priori*, per così dire, al fallimento: ché di uno pseudo-problema non possono darsi che pseudo-soluzioni».

Nella vigenza del codice di commercio, le incertezze relative alla riconducibilità dei titoli azionari nell'alveo delle fattispecie cartolari sono sintetizzate da C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale, (Le cose – merci e titoli di credito)*, Milano, 1986, *passim*, i cui sforzi di sistematizzazione di discipline diverse sono stati poi ripercorsi da M. LIBERTINI, *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, 1971, 178 ss. All'indomani dell'entrata in vigore del Codice del 1942, si veda lo studio di A. FIORENTINO, *Le "azioni" di società come titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1948, I, 50 ss. Per la diffusa ricostruzione delle azioni come titoli di credito a letteralità incompleta: F. MARTORANO, *Titoli di credito*, in *Enc. dir.*, XLIV, Milano, 1992, 578; *a contrario*, che la locuzione esprima il carattere causale del titolo azionario, è evidenziato da G.L. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, 36 ss.; più di recente, v. M. CIAN, *Strumenti finanziari dematerializzati, diritto cartolare e diritto societario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 22 ss.

¹¹ La centralità del momento circolatorio non era rimasta in ombra negli studi antecedenti all'emanazione del Codice del 1942, tra i quali si segnalano: F. CARNELUTTI, *Teoria giuridica della circolazione*, Padova, 1933, *passim*; T. RAVÀ, *Il titolo di credito nella teoria dell'acquisto dei diritti*, Milano, 1936.

¹² La naturale negoziabilità della partecipazione azionaria è rilevata compiutamente, per la prima volta, in N. GASPERONI, *Le azioni di società*, Padova, 1942, 11-12; l'A. sviluppa spunti e osservazioni già rinvenibili in A. SRAFFA, *La tassa di circolazione sulle carature di accomandite semplici*, in *Riv. dir. comm.*, 1912, I, 1045 ss., e in F. CARNELUTTI, *Sulla distinzione tra quote e azioni*, *ivi*, 1915, II, 319 ss.

¹³ Sul nesso intercorrente tra circolazione delle azioni e naturale destinazione al mercato: P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95 ss.; *ID.*, *Fattispecie e disciplina cartolari (qualche appunto a margine di un libro recente)*, *ivi*, 1979, spec. 54 ss.; riflessioni in parte riprese da P. SPADA

originarie del contratto, quanto nei riguardi di chi vi subentri successivamente a causa dell'acquisto di una o più quote di partecipazione - non può essere revocata in dubbio¹⁴, soprattutto non appena si osservi che tali qualità rappresentano il veicolo che consente di assicurare al socio una immediata dismissione della sua partecipazione e, almeno in linea teorica, un tendenziale recupero dell'investimento. È dunque proprio nella fase del disinvestimento che emerge la centralità della direttrice contrattuale dell'indagine dal momento che è la disciplina pattizia a regolare l'uscita dall'investimento stesso mediante i plurimi meccanismi di cessione a terzi delle partecipazioni azionarie in società; questi, di riflesso, impattano tanto sulla conformazione che la proprietà azionaria assume quanto sulle radici dell'ambivalenza sulla quale essa si fonda. Ambivalenza che riafferma l'idea secondo la quale «sembra corrispondente allo stato attuale delle leggi [...] riconoscere che non vi è *una sola proprietà*, che vi sono piuttosto *delle proprietà*¹⁵» e che conferma, su un versante dinamico, le contaminazioni che investono la proprietà azionaria e il

– M. SCIUTO, *Il tipo nella società per azioni*, in *Trattato Colombo- Portale*, 1, Torino, 2004, 41 ss.; sul regime di circolazione delle azioni come profilo qualificante il tipo sociale, v. pure N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato Cottino*, Padova, 2010, 243 ss., e ivi numerosissimi riferimenti bibliografici (nt. 44). Per una diversa impostazione, cfr. N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, spec. 875 ss.

¹⁴ Cfr. G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*, cit., 19; seppur in modo embrionale, l'opponibilità delle regole dell'organizzazione societaria è presa in considerazione da N. GASPERONI, *Le azioni di società*, cit., 74 ss.; nonché già da T. ASCARELLI, *La letteralità nei titoli di credito*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, 265 ss., cui si deve una declinazione in chiave funzionale del principio di letteralità poi condivisa da A. SCHERMI, *Considerazioni sulla natura e sulla vendita dei titoli di credito astratti, dei titoli rappresentativi e dei titoli azionari*, in *Giust. civ.*, 1967, 442 ss. Per un'analisi storica e per cenni ai lavori preparatori che hanno condotto all'attuale disciplina normativa dei titoli di credito, v. P. MASI, *In tema di forma e circolazione del titolo di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1989, I, 389 ss.; per la disamina delle norme integranti lo statuto generale dei titoli di credito: G.L. PELLIZZI, *Il nuovo concettualismo (replica ad una critica in tema di fattispecie del titolo di credito)*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 851 ss.; R. LENER, *Brevi note sulla circolazione dei titoli azionari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1960, I, 229; L. BUTTARO, *Tullio Ascarelli e il titolo di credito*, *ivi*, 1981, I, 414 ss.; G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*, cit., 41.

¹⁵ La formula, suggestiva, è riportata da S. PUGLIATTI, *La proprietà e le proprietà (con riguardo particolare alla proprietà terriera)*, in ID., *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, 1964, 148, il quale chiarisce che essa si pone come traduzione da L. JOSSERAND, *Cours de droit civil positif français*³, Paris, 1938, 839: «le droit de propriété est un des plus souples et des plus nuancés qui figurent dans les différents catégories juridiques; sa plasticité est infinie». Da ultimo, per una ricognizione delle varie ricostruzioni che si sono susseguite sulla nozione unitaria o pluralistica del diritto di proprietà, cfr. C. SALVI, *Teologie della proprietà privata. Dai miti delle origini ai nuovi dei della finanza*, Soveria Mannelli, 2017, *passim*.

contesto societario¹⁶ nella quale essa si inserisce. A maggior ragione in quest'ambito non sarebbe utile pensare la proprietà, nei suoi mutamenti di titolarità, come una situazione «semplice e turgidamente compatta¹⁷», a meno di non voler svilire le peculiarità della circolazione della partecipazione azionaria e, in senso più ampio, dalle vicende dispositive che la interessano¹⁸. Infatti, è proprio l'oggetto del trasferimento che, stando alle categorie del diritto comune, è identificabile come partecipazione ad un rapporto di genesi negoziale in corso di attuazione; si tratta infatti di partecipazione a un rapporto che è suscettibile, per legge, di essere trasferita senza che ciò importi modifiche del contratto in cui essa rinviene la sua fonte (il trasferimento non comporta novazione soggettiva¹⁹). Sul versante proprietario la

¹⁶ L'idea della contaminazione provocata dalla comunione di scopo del contratto di società si ritrova già in T. ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, 1146. Ad essa si accompagna «l'ombra della persona giuridica», S. PUGLIATTI, *La proprietà e le proprietà, cit.*, 177, nt. 96, muovendo dalla premessa che il rilievo dello scopo sociale e la sua esteriorizzazione sono di per sé idonei a proiettarsi al di fuori della cerchia degli interessati e hanno la «virtù di provocare la personalità giuridica delle società commerciali»; cfr. L. MOSSA, *Una sentenza tra pittori*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1947-1948, II, 12 ss.

¹⁷ L'espressione è di A. GAMBARO, *Diritto di proprietà*, nel *Trattato Cicu - Messineo*, Milano, 1995, 691.

¹⁸ Per un chiaro approccio di metodo, non può che farsi riferimento a P. SPADA, *Consenso e indici di circolazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 394: «La figura è quella della *disposizione*: l'approccio etimologico — che io credo inevitabile quando si ha a che fare con un universo di parole qual è il diritto delle coesistenze evolute — avverte che il vocabolo disposizione risulta da un prefisso «dis», che segnala separazione, e dalla radice latina «ponere», sicché equivale a «porre altrove», dunque a «distacco» (anche qui una combinazione del prefisso «dis» con una radice celto-germanica che veicola il significato di «fermare»). Merito di Bekker fu quello di isolare due varianti della *disposizione* (Verfügung): (i) l'*attribuzione* (Zuwendung) e (ii) la *destinazione* (Zwecksatzung). Nella prima variante al *dis-tacco a carico di un agente corrisponde un at-tacco a profitto di un altro*, ciò che si distacca e si attacca essendo una *ricchezza giuridica* (ancora una volta è la lessicografia etimologica ad avvertirci che ricchezza risale ad una radice germanica che indica «dominio», «potenza» e che si trova in toponimi — come *Osterreich* — e in nomi propri come Teodorico e Enrico). La ricchezza giuridica essendo suscettibile di esser concepita come un *artefatto dell'appartenenza* (per antonomasia, la proprietà) o un *artefatto della pretesa* (per antonomasia, il credito) Nella seconda variante (la destinazione) il distacco si atteggia come vincolo funzionale impresso alla ricchezza giuridica; per ulteriori riferimenti, cfr. R. SACCO, *Transfert de la propriété des choses mobiles déterminées*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, I, 442 ss.

¹⁹ P. SPADA, *Consenso e indici di circolazione, cit.*, 397-398, cui si rinvia anche per le ulteriori implicazioni connesse al trasferimento della partecipazione ad una società a responsabilità limitata, specie nella parte in cui si osserva che «la trasferibilità si atteggia come un *pruis* della nozione stessa di partecipazione (dell'essere parte con altri di un programma consentito) [...]»; ID., *La provvista*

circolazione della partecipazione sociale – e i mutamenti di titolarità soggettiva che ad essa si accompagnano – continuano a risentire del regime della circolazione mobiliare, sia pur con soluzioni interpretative ondivaghe (se non veri e propri pleonasm²⁰) e non del tutto condivise, a tratti rivelatrici di un vero e proprio ritorno ad orientamenti dottrinali risalenti²¹ secondo i quali le azioni (e le quote) delle società di capitali costituiscono beni di “secondo grado”²², in quanto non sono del tutto distinte e separate dai beni compresi nel patrimonio sociale, e sono rappresentative

finanziaria tra destinazione e attribuzione, in P. BENAZZO - M. CERA – S. PATRIARCA (diretto da), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di G. Zanarone*, Torino, 2011, 3. Cfr. F. GALGANO, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Padova, 1960, 210.

²⁰ Si allude a Cass., 21 ottobre 2009, n. 22361, in *Giur. comm.*, 2010, 1116 ss., pronuncia facente leva interamente sull'immaterialità del bene ceduto, dunque pleonastica tanto più se si considera che, al netto di resistenze iniziali (cfr. F. CARNELUTTI, *Usucapione della proprietà industriale*, Milano, 1938, 21, secondo il quale annoverare il diritto di proprietà immateriale nel «trinomio dei diritti assoluti o primari» è frutto di un puro incasellamento verbale, siccome il diritto di proprietà immateriale, nel suo contenuto somiglia più a quello della personalità, che a quello di proprietà materiale, *ivi*, 60), la tesi tendente alla piena estensione del concetto di proprietà ai beni immateriali è fatta propria già da P. GRECO, *I diritti sui beni immateriali*, Torino, 1948, 19 ss., cui pure si deve la prudente affermazione per cui «rispetto ai beni immateriali il diritto reale in genere, e quello di proprietà in specie, si presenterebbero con alcuni caratteri nettamente diversi»; di identico avviso, F. FERRARA JR., *La teoria giuridica dell'azienda*², Firenze, 1949, 126 ss.

²¹ Ritorno al passato testimoniato anche da alcune recenti pronunce di merito: a: Trib. Lucca, 10 luglio 2015, n.1284; Trib. Roma, 28 settembre 2015; Trib. Roma, 5 ottobre 2015, tutte edite in *Giur. comm.*, 2017, II, 421 ss., con nota di M.M. PRATELLI-M. ROLI, *Tre sentenze di merito in tema di vendita di partecipazioni sociali*.

²² T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 238 ss.; ID., *Personalità giuridica e problemi delle società*, in *Problemi giuridici*, I, Milano, 1959, 262 ss.; ID., *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica. Parte I*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, spec. 260 ss., ove si chiarisce: «Ma questa duplicazione (ed è perciò che nei riguardi delle azioni ho parlato di beni di secondo grado) non deve farci dimenticare che il punto di partenza è costituito da una sola serie di beni, nei cui confronti tuttavia sono legittimati a disporre solo determinati soggetti con una conseguente disciplina speciale dei creditori così sorti che su detti beni potranno essi soli soddisfarsi, mentre i creditori particolari del singolo potranno soddisfarsi su una partecipazione che a sua volta rappresenta il saldo rimanente. Al diritto sul bene si sostituisce, per singolo, la tutela nella consecuzione del risultato di una gestione per la quale altri sono legittimati e pertanto ad un diritto su una cosa quello, in via definitiva, su una probabilità; alla circolazione del bene, quella della partecipazione. La circolabilità di questa rende le persone dei soci indifferenti alla caratterizzazione giuridica della società ed essa può coordinarsi con una autonomia oggettiva delle partecipazioni sociali, incorporabili in titoli di credito, considerate oggettivamente fino al punto di ammettere che allo stesso soggetto possono attribuirsi una o più partecipazioni nella stessa società». Una ricostruzione delle azioni come beni di secondo grado, benché soltanto abbozzata, si rinviene in L. MOSSA, *La vendita dell'impresa sociale*, in *Ann. dir. comp.*, VII, 1932, 159.

delle posizioni giuridiche spettanti ai soci in ordine alla gestione ed alla utilizzazione di detti beni, funzionalmente destinati all'esercizio dell'attività sociale²³; in tale ottica, mediante lo scambio azionario, l'acquirente trasferisce moneta, valore certo e veicolo di immediata liquidazione dell'investimento, con il risultato economico eventuale a cui l'azione dà diritto, nell'eventualità in cui l'iniziativa imprenditoriale abbia un esito positivo (*residual claim*)²⁴. Tesi, questa, accettabile purché la configurazione della partecipazione azionaria come bene di secondo grado si limiti a conservare la sua utilità di mero artificio concettuale per dare fondamento all'eventualità che l'azione possa costituire oggetto di talune vicende, in particolare di tipo circolatorio (o di garanzia oppure di esecuzione forzata), e a condizione che la stessa non venga estremizzata fino a ritenere che il patrimonio sociale costituisca - dal punto di vista giuridico - oggetto e sostrato della cessione delle partecipazioni medesime (nella misura in cui esso appartiene alla società già prima dell'acquisizione e continua ad appartenere anche una volta che l'acquisizione stessa si sia compiuta)²⁵. Tuttavia, la prospettiva proprietaria non si rivela autosufficiente e

²³ La definizione si legge in Cass., 12 settembre 2019, n. 22790, resa in una controversia avente ad oggetto lo spettro di applicazione dei rimedi ablativi nel caso di cessione di azioni di una società in perdita, ora edita in *Corr. giur.*, 2020, 512 ss., con nota critica di M. SPERANZIN, *Una criticabile sentenza della Cassazione in materia di garanzie legali e convenzionali nel caso di trasferimento di partecipazioni sociali*; nonché in *Contratti*, 2020, 160 ss., con nota contraria di M. RESCHIGNA, *Sulle clausole di garanzia nei contratti di trasferimento di partecipazioni sociali e sulla inammissibilità delle garanzie implicite*; e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, II, 543 ss., con nota di F. MAROTTA, *La Cassazione ritorna sulle garanzie legali e convenzionali nella vendita di partecipazioni «di controllo»: un déjà vu?*. Per un precedente conforme, v. Cass., 9 settembre 2004, n. 18181, in *Foro it.*, Rep. 2004, voce *Società*, n. 1092.

²⁴ Per tutti, F.H. EASTERBROOKE - D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-Massachusetts, 1991, 67-68. Per ulteriori riferimenti comparatistici, v. G. COCO, *Luci e ombre nella tutela dell'acquirente di partecipazioni sociali*, in *Contr. e impr.*, 2005, 1171 ss.; V. ANSELMINI-F. CANGELLI, *Cessioni di quote e tutela dell'acquirente. Aspetti comparatistici*, in *Società*, 1995, 725 ss.; A.P. SCARSO, *La responsabilità del venditore di partecipazioni sociali nel diritto italiano e tedesco*, in *Riv. soc.*, 1999, 455 ss.

²⁵ Si tratta, in ogni caso, di una impostazione di segno opposto rispetto a quella proposta da Cass., 19 luglio 2007, n. 16031, in *Giur. comm.*, 2008, II, 110 ss., con nota di A. TINA, *Trasferimento di partecipazioni sociali e annullamento del contratto*, che ha affermato che il negozio di cessione della partecipazione ha quale «oggetto immediato la partecipazione sociale e quale oggetto mediato la quota parte del patrimonio sociale che tale partecipazione rappresenta, con la conseguenza che le carenze o i vizi relativi alle caratteristiche e al valore dei beni ricompresi nel patrimonio sociale – e, di riverbero, alla consistenza economica della partecipazione – possono giustificare l'annullamento del contratto per errore o la risoluzione per difetto di qualità della cosa venduta (necessariamente attinente ai diritti e obblighi che, in concreto, la partecipazione sociale sia idonea ad attribuire, e non

risulta costantemente integrata da quella negoziale nel perfezionamento della fattispecie traslativa, anche in ragione del disallineamento temporale che spesso connota l'acquisizione delle partecipazioni stesse, quale che sia la struttura del

al suo valore economico) solo se il cedente abbia fornito, a tale riguardo, specifiche garanzie contrattuali, ovvero nel caso di dolo, quando il mendacio o le omissioni sulla situazione patrimoniale della società siano accompagnate da malizie ed astuzie, volte a realizzare l'inganno ed idonee, in concreto, a sorprendere una persona di normale diligenza»; nonché in *Giust. civ.*, 2008, I, 2905 ss., con nota di A. FICI, *Compravendita di partecipazioni sociali e mancanza di qualità*. Tale soluzione è stata ribadita, da ultimo, anche da Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, in *Mass. giur. civ.*, 2019, secondo la quale «qualora alla cessione delle partecipazioni sociali siano collegati dei patti autonomi di garanzia, aventi ad oggetto le passività del patrimonio sociale (c.d. *business warranties*), questi patti non attengono all'oggetto immediato del negozio, consistente nell'acquisizione della partecipazione sociale, ma al suo oggetto mediato, riconducibile alla quota parte del patrimonio sociale che essa rappresenta, e costituiscono un'autonoma regolamentazione della garanzia, sicché, in caso di inadempimento, deve riconoscersi all'acquirente il diritto a conseguire un indennizzo, e non la possibilità di ottenere la risoluzione del contratto di acquisto delle azioni a causa del difetto di qualità della cosa venduta, secondo la disciplina di cui agli artt. 1495 e 1497 c.c.». Tra gli altri risalenti precedenti in linea con la tesi maggioritaria: Cass., 24 novembre 1925 e App. Bologna, 2 ottobre 1924, entrambe in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 36 ss., con nota di A. SRAFFA, *Cessione di quota sociale e responsabilità del cessionario*; Cass., 18 ottobre 1955, n. 3259, in *Giust. civ.*, 1956, I, 455 ss. («il trasferimento delle azioni di una società significa soltanto il trasferimento di diritti inerenti alla qualità di socio, dei quali l'azione è titolo rappresentativo, e non ha riflesso alcuno sul patrimonio della società»); di identico tenore, Cass., 22 settembre 1959, n. 2598, in *Dir. fall.*, 1959, II, 911 ss.; App. Milano, 5 giugno 1990, in *Società*, 1991, 483 ss., con nota di L. ROVELLI, *Garanzie nella compravendita del pacchetto azionario*. Più di recente: Cass., 23 giugno 2010, n. 15220, in *Danno e resp.*, 2011, 23 ss., con nota di L. BUGATTI, *Amministratore, danni al socio o al terzo e azione diretta*; Cass., 14 febbraio 2012, n. 2087, in *Giur. it.*, 2012, 2569 ss., con nota di A. CAPOCETTI, *Il socio di una società di capitali può essere autonomamente risarcito dei danni cagionati da un terzo al patrimonio sociale?*; Cass., 4 maggio 2016, n. 8795, in *Giur. comm.*, 2017, II, 499 ss., con nota di N. BILANCIONI, *Compravendita di pacchetto azionario: rilevanza d'ufficio della nullità nel sottosistema societario*; Cass. 5 marzo 2018, n. 5134. Tra le decisioni di merito, cfr. Trib. Milano, 3 ottobre 1991, in *Giur. comm.*, 1993, II, 434 ss., con nota di G. ROMAGNOLI, *Cessione di partecipazioni nelle società di capitali: annotazioni sulla tutela dell'acquirente*; Trib. Milano 13 gennaio 2005, in *Giur. it.*, 2005, 136 ss., con nota di M. SPIOTTA, *Non si placa il dibattito intorno alla tutela dell'acquirente di quote sociali*; Trib. Milano, 14 settembre 1992, in *Società*, 1993, 511 ss., con nota di L. PONTI, *Garanzie della compravendita di partecipazioni sociali*; Trib. Catania 30 aprile 1997, in *Giur. comm.*, 1999, II, 681 ss., con nota di G.M. BANNA, *Cessione di quote sociali e garanzie del cedente*; Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, in *Giur. comm.*, 2005, II, 130 ss., con nota di M. SPIOTTA-A. TINA, *Cessione di quote sociali: un mutamento di orizzonti?*; Trib. Bologna, 21 dicembre 2015, in *Foro pad.*, 2016, 450 ss., con nota di E.M. BELLA, *Contratti di cessione di partecipazioni sociali: clausole di garanzia come strumento necessario per la tutela dell'acquirente*, da ultimo, Trib. Milano, 11 dicembre 2018, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*. Per una recente decisione in tema di responsabilità precontrattuale e asimmetrie informative ricorrenti nella negoziazione delle partecipazioni sociali, risolta nel senso della necessità di un dovere di completezza informativa rilevante ai fini del risarcimento, v. Trib. Milano, 20 aprile 2017, in *Giur. it.*, 2018, 2174 ss., con nota di E. MORINO, *Acquisizioni societarie e responsabilità precontrattuale*.

contratto di trasferimento per cui le parti hanno optato. Peraltro, il concorso dei due piani (proprietario, da un lato, e negoziale, dall'altro) risente della complessità del sistema di circolazione delle partecipazioni azionarie che risulta accentuata a causa della eterogeneità²⁶ della disciplina di volta in volta applicabile (artt. 1992 ss. e nuovo art. 2355 c.c.)²⁷ e si riflette anche nell'assetto post-Riforma della disciplina della

²⁶ Eterogeneità che risulta condizionata anche dall'atipicità del contenuto delle azioni, riequilibrata solo sul versante circolatorio, ambito in cui, per ragioni di certezza e speditezza delle negoziazioni, le uniche differenze configurabili sarebbero quelle derivanti dalla ipotetica coesistenza di azioni nominative e al portatore (quando l'emissione di queste azioni sia consentita per legge); che questo sia l'unico profilo differenziale si desume anche da una massima dei Consigli notarili del Triveneto H.I.13 («*Limiti al trasferimento e previsione di emettibilità di azioni al portatore*» – 1° pubbl. 9/04), in base alla quale «è legittimo che lo statuto sottoponga a particolari condizioni il trasferimento delle azioni o vieti il loro trasferimento per cinque anni ai sensi del 1° co. dell'art. 2355 *bis*, c.c., anche se in altra clausola ammette la possibilità di emettere azioni al portatore. In tale ipotesi i limiti o i divieti non si applicano alle eventuali azioni al portatore emesse (una volta che ciò sia possibile per legge)». In dottrina, v. G. OPPO, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, I, Torino, 2006, 713 ss.

²⁷ Disciplina ancora più articolata se si considera che l'alternativa tra azioni nominative e al portatore contemplata dall'art. 2354 c.c. è, invero, rimasta in massima parte inattuata stante la previsione di cui all'art. 1 r.d.l., 25 ottobre 1941, n. 1148. Per la genesi storica del principio di nominatività obbligatoria, v. N. DE LUCA, *Appunti su titoli di credito nominativi e azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 340 ss.

In ogni caso, alle azioni al portatore (azioni di risparmio e azioni emesse dalle SICAV) – che si trasferiscono con la mera consegna del titolo – può applicarsi il disposto dell'art. 2003, comma 2, c.c., secondo cui il possessore del titolo è legittimato all'esercizio del diritto in esso menzionato in base alla sola presentazione dello stesso; norma, questa, dirimente ai fini dell'individuazione della legittimazione nei confronti della società, cfr. A. DENTAMARO, *Sub art. 2355 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*. Commentario diretto da G. Cottino-G. Bonfante - O. Cagnasso - P. Montalenti, vol. 2 (artt. 2325-2409 c.c.), Bologna, 2004, 365; ID., *I limiti convenzionali statuari alla circolazione delle azioni tra disciplina e prassi applicativa*, in *Scritti in onore di Ermanno Bocchini*, II, Padova, 2016, 1307 ss. Per un'indagine sul tema della circolazione della partecipazione azionaria in termini cartolari, N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007, 145 ss. Sembra però opportuno precisare che, nelle operazioni di trasferimento di partecipazioni azionarie, la rilevanza delle azioni al portatore è estremamente marginale, dal momento che le azioni di risparmio, prive del diritto di voto (art. 145, comma 1, t.u.f.) non consentono in ogni caso di raggiungere il controllo societario, al netto del fatto che le stesse potrebbero anche non risultare incorporate in titoli al portatore. In tema di azioni di risparmio, senza pretesa di esaustività, v. P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 585 ss.; U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, I, 799 ss.; G.B. PORTALE, *Tra «deregulation» e crisi del diritto azionario*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 374, secondo il quale le azioni di risparmio sono qualificabili come «titoli tipici dal contenuto atipico»; M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, 80 ss.; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2000, 51 ss.; C.G. CORVESE, *Azioni di risparmio*, in AA.VV., *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo" societario*, Milano, 2002, 613 ss.; M. BIONE, *Le azioni di*

circolazione delle azioni, che ha come obiettivo quello di coniugare la più agevole, spedita e sicura circolazione della ricchezza con il più efficiente funzionamento del più evoluto modello organizzativo dell'impresa, costituito dalla società per azioni²⁸; rispetto ad essa, l'art. 2355 c.c. si pone come lo snodo normativo atto a risolvere i problemi posti dal fenomeno sia sul versante circolatorio sia su quello prettamente societario²⁹, nonché come vero e proprio baricentro della regolamentazione della circolazione delle partecipazioni azionarie quando - pur essendo astrattamente prevedibile (in ragione della scelta del tipo sociale) l'emissione di azioni³⁰ - questa di fatto non sia ancora intervenuta, oppure sia stata esclusa in radice da un'apposita delibera dell'assemblea straordinaria³¹.

In rapporto di complementarità alla libera circolazione dei titoli azionari vi è però la questione dei limiti al trasferimento della partecipazione, che a sua volta si iscrive nel sistema autonomo tracciato dall'art. 2355-*bis* c.c., con l'obiettivo di riconoscere

risparmio tra mito e realtà, in *Giur. comm.*, 1975, 164 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Le azioni di risparmio (quarant'anni dopo)*, in *Nuovo dir. soc.*, 2015, 23 ss.

²⁸ In termini, S. GATTI, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il D.lgs. n. 6 del 2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 1 ss. Si consideri che, vigente il codice di commercio del 1882, i limiti statuari alla circolazione delle azioni, benché già diffusi nella prassi, erano espressamente previsti soltanto per le società cooperative, per le quali si stabiliva che «le azioni sono sempre nominative e non possono essere cedute [...] se la cessione non sia autorizzata dall'assemblea o dal consiglio d'amministrazione secondo le disposizioni dell'atto costitutivo» (art. 224, comma 2, cod. comm.). Tra i lavori monografici, v. G. CARRARO, *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, 2004, *passim*.

²⁹ Cfr. M. CIAN, *Sub art. 2355 c.c.*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 649 ss.

³⁰ La mancata emissione dei titoli potrebbe addirittura risultare una scelta appetibile e adeguata agli interessi dei soci in quei casi in cui si renda necessaria una sostanziale blindatura della compagine sociale e occorra, nondimeno, fare riferimento a una disciplina del trasferimento della partecipazione azionaria destinata ad attivarsi solo dopo la scadenza del termine di efficacia del divieto di alienazione; v., *amplius*, P. BUTTURINI, *La forma dell'atto di trasferimento della partecipazione azionaria in caso di mancata emissione dei titoli*, in *Contr. e impr.*, 2006, 744-745, cui si rinvia anche per la modulazione del principio di libertà delle forme in caso di cessione di azioni, *ivi*, 752-753.

³¹ Evenienza non sovrapponibile a quella della circolazione dei cc.dd. certificati provvisori, cfr. M. BUSSOLETTI, *Pegno di certificati provvisori e emissione di titoli definitivi*, in *Riv. dir. comm.*, 1976, II, 33, nonché, per l'ipotesi di circolazione contemporanea dei certificati provvisori non ritirati dalla società, pur essendo stati annullati, e dei titoli azionari intestati a soggetti diversi, C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1992, 299. È allora coerente l'osservazione di M. DI FABIO, *Riforma societaria e circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Riv. not.*, 2003, 822, secondo il quale lo stesso legislatore avrebbe forse dovuto parlare, in tale norma, non di trasferimento delle azioni, ma di trasferimento della partecipazione azionaria, dato che le azioni non esistono in questa ipotesi.

al socio-investitore una facoltà di *exit* connaturale alla capacità della società azionaria di attrarre capitali di rischio disponibili sul mercato e ciò perché la facilità di negoziazione delle azioni è direttamente proporzionale all'effettiva liquidabilità dell'investimento³²; esito, quest'ultimo, che può essere variamente condizionato dall'incidenza dell'autonomia negoziale dei soci sul regime di circolazione delle azioni³³ e, dunque, o mediante regole statutarie oppure attraverso la stipulazione di patti parasociali³⁴.

2. *La portata del divieto di alienazione nell'ordinamento societario e l'attuale tenuta del principio di libera trasferibilità delle azioni.*

Il grado di incidenza dell'autonomia privata sulla circolazione della partecipazione azionaria si estrinseca nella previsione di limiti convenzionali ai trasferimenti

³² G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 154 ss.; M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, 110 ss. Per la posizione di un principio di corretto finanziamento, cfr. M. MIOLA, *Le garanzie intragruppo*, Torino, 1993, 350. In giurisprudenza, da ultimo, Cass., 5 agosto 2020, n. 16706, in *ilcaso.it*.

³³ In argomento, v. A. DENTAMARO, *Autonomia statutaria e circolazione delle azioni*, Milano, 2013, *passim*; con esclusivo riguardo alle azioni dematerializzate, cfr. P. MARANO, *La circolazione delle azioni dematerializzate e la disciplina dei mercati*, Milano, 2013, 73 ss.

³⁴ Stante l'operatività della disciplina di cui all'art. 2355-*bis* c.c. per le sole azioni nominative, il ricorso a convenzioni parasociali si rende necessario ove si intenda regolamentare in via negoziale la circolazione di azioni al portatore o, in ogni caso, di azioni non assoggettabili a vincoli statutarî. Cfr. T. ASCARELLI, *Sui limiti statutarî alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1953, I, 300-301; più di recente, per le ragioni alla base della scelta di accordi parasociali per limitare la circolazione delle azioni, v. Aless. PEDERSOLI, *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in F. BONELLI - P.G. JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993, 238-240; nonché S. EREDE, *Clausole di prelazione sociale e parasociale: tipi ed effetti*, *ibidem*, 243 ss. L'opzione favorevole ad includere i vincoli convenzionali alla circolazione in una sede parasociale potrebbe giustificarsi, non solo per le ovvie ragioni di riservatezza nel caso delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, anche nell'ottica di tenersi al riparo dal costo del recesso dei soci che, ai sensi dell'art. 2437, comma 2, lett. b), c.c., non abbiano concorso ad approvare la deliberazione assembleare inerente all'introduzione o alla rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari; da tale norma, *a contrario*, si inferisce che l'introduzione, la modifica o l'eliminazione di clausole limitative della disponibilità o del trasferimento delle azioni può essere assunta con le maggioranze previste per le assemblee straordinarie. Inoltre, sulle implicazioni connesse alla trasposizione di una clausola limitativa dal piano parasociale a quello statutario, v. App. Milano, 7 febbraio 1989, in *Riv. dir. comm.*, 1989, II, 261 ss., con nota di L. FARENZA, *Spunti ricostruttivi in tema di prelazione convenzionale societaria*.

azionari³⁵ che sono prevalentemente riconducibili a quattro macrocategorie: a) le clausole che prevedono il divieto assoluto di alienazione (art. 2355-*bis*, comma 1, seconda parte, c.c.); b) le clausole di prelazione e di covendita; c) le clausole di gradimento³⁶, ivi comprese quelle che impongono requisiti soggettivi predeterminati; d) le clausole che prevedono limiti quantitativi al possesso azionario³⁷. Si tratta di meccanismi convenzionali che possono anche combinarsi fra

³⁵ Vale la pena notare che tutte le legislazioni moderne ammettono e disciplinano le clausole limitative della circolazione delle azioni; per una comparazione con gli ordinamenti stranieri, v. D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, Milano, 1993, 43 ss. e 95 ss.

³⁶ L'evoluzione di tali clausole è stata segnata da due risalenti sentenze coeve della cui impostazione hanno poi risentito anche gli sviluppi dottrinali e giurisprudenziali inerenti alle altre tipologie di limiti alla circolazione; si allude a Cass., 31 gennaio 1931 in *Foro it.*, 1931, I, 635, con nota di T. ASCARELLI, *In tema di limiti statutari alla circolabilità delle azioni*, e a Cass., 28 febbraio 1931, in *Riv. dir. comm.*, 1931, II, 487 ss., commentata da T. ASCARELLI, *Sui limiti statutari alla circolazione delle azioni e sui diritti individuali degli azionisti*, pronuncia nella quale si rinviene l'idea – seppur ancora ad uno stadio embrionale – per cui la cedibilità delle azioni non integra un diritto individuale dei soci ma attiene all'organizzazione dell'ente («de azioni di una società anonima sono per loro natura cedibili, ma la cedibilità non è un elemento essenziale che debba rimanere sempre immutato e non si possa sottoporre a limiti o condizioni, senza alterare la natura della società»). Giova sottolineare che le clausole di gradimento identificano anche la tipologia di limiti più controversa, come testimoniato dall'ampio dibattito giurisprudenziale sull'argomento e dai conseguenti interventi del legislatore: Trib. Milano, 2 gennaio 1961, in *Riv. dir. comm.*, II, 302 ss., con nota di A. ASQUINI, *Ancora sui limiti di validità delle clausole di gradimento*; Cass., 15 maggio 1978, n. 2365, in *Giur. comm.*, 1978, II, 639, con nota di G. CASTELLANO, *Fine delle clausole di gradimento?* e *ibidem*, 1979, II, 10, con nota di F. DENOZZA, *Sopravvivenza (ma entro quali limiti?) delle clausole di gradimento*; W. BIGIAMI, *La clausola di gradimento al trapasso di azioni*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1953, 4; S. GATTI, *Casi di discussa applicabilità delle clausole statutarie di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1973, II, 26 ss. Per una rassegna delle varie clausole limitative, cfr. V. BUONOCORE, *Clausola di gradimento al trasferimento di azioni e tutela della qualità di socio*, in *Foro pad.*, 1971, I, 229; C. FOIS, *Clausola di gradimento e organizzazione della società per azioni*, Milano, 1979, 176 ss.; C. GRANELLI – G. VETTORI, *Prelazione e gradimento nella circolazione delle partecipazioni sociali*, Padova, 1997, 40 ss.

³⁷ Tale suddivisione, per quanto non totalmente esaustiva, è da ultimo fatta propria da G. SBISÀ, *I limiti alla circolazione delle azioni. Sub art. 2355-*bis* c.c.*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 2019, 28. È controverso se le clausole limitative del possesso azionario possano essere ricondotte alla categoria dei vincoli alla circolazione delle azioni: sebbene in ragione delle diverse conseguenze pratiche una soluzione univoca non sia utilmente percorribile, la tesi negativa sembra da preferire, stante la distinzione tra l'essenza circolatoria del negozio di acquisto e il momento successivo del possesso, con la conseguenza che il socio può validamente acquistare una partecipazione che, computata rispetto a quella già detenuta, risulti eccedente. Che l'affermazione non possa essere generalizzata è evidenziato da L. STANGHELLINI, *Sub art. 2355-*bis*. Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. Marchetti- L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, 2008, 622-623, nt. 155, il quale, facendo l'esempio di una s.p.a. con quattro azionisti, ciascuno titolare del 25% del capitale e nella quale il limite al possesso azionario sia pari proprio al 25%, osserva: «la

loro, dando origine ad una ibridazione dei rispettivi schemi-base³⁸, ai quali si sommano ulteriori congegni di matrice negoziale che costituiscono delle varianti delle tipologie elencate (trasferimenti *mortis causa*³⁹, alienazioni a titolo gratuito, esecuzione forzata, acquisiti in autotutela); sebbene l'analisi di queste clausole non possa essere svolta nell'economia del presente lavoro, esse rappresentano la massima espressione rivelatrice della dialettica esistente tra i limiti convenzionali al trasferimento delle azioni e le tecniche volte a facilitare la circolazione delle stesse, costituendo la base rispetto alla quale misurare l'attuale tenuta del principio di libera trasferibilità della partecipazione sociale. Che tale principio non sia assoluto né inderogabile è opinione condivisa⁴⁰, suffragata anche dalla circostanza che è la stessa

conseguenza è che un azionista non può vendere a nessuno degli altri azionisti, e dunque il 'mercato' dei suoi titoli, per effetto della clausola di limite al possesso azionario, esclude proprio quei soggetti che più probabilmente, secondo l'*id quod plerumque accidit*, sarebbero disposti ad acquistare. [...] in una società chiusa tale clausola ha effetti diversi rispetto a quelli che ha in una società con titoli negoziati su mercati liquidi, e comunque i suoi effetti variano in considerazione della percentuale alla quale è fissata la soglia di possesso».

³⁸ Come si evince già dalla risalente raccolta di statuti di P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, Roma, 1974, 119 ss.

³⁹ Si pensi al fenomeno della concentrazione delle partecipazioni legittimato, per le società di persone, dall'art. 2284 c.c., ed esteso nella prassi alle società di capitali mediante la previsione di clausole di consolidazione-accrescimento che, perseguendo l'obiettivo di evitare frammentazioni della compagine mediante l'ingresso in società degli eredi, di fatto rischiano di pregiudicare la stabilità della *governance*; cfr., in giurisprudenza e in dottrina: App. Milano, 26 giugno 1973, in *Dir. fall.*, 1974, II, 320, con nota di G. STOLFI, *Il trasferimento di azioni dopo la morte del loro titolare*; Cass., 16 aprile 1994, n. 3609, in *Riv. dir. comm.*, 1995, II, 17 ss., annotata da A. CIAFFI, *Morte del socio, patto di opzione, divieto di patti successori e principio di libera trasferibilità delle azioni*, e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, II, 161 ss., con nota di L. CALVOSA, *Clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*; Cass., 12 febbraio 2010, n. 3345, in *Giur. it.*, 2011, 3 ss., con commento di V. CUFFARO, *Divieto di patti successori e clausole statutarie c.d. di consolidazione*; G.C.M. RIVOLTA, *Clausole societarie e predisposizione successoria*, in *La trasmissione familiare della ricchezza*, Padova, 1995, 168; M. D'AURIA, *Clausole di consolidazione societaria e patti successori*, in *Riv. not.*, 2003, 657 ss.; M. IEVA, *Le clausole limitative della circolazione di partecipazioni societarie: profili generali e clausole di predisposizione successoria*, *ivi*, 1361 ss.; L. ALBERTINI, *L'esercizio dei diritti sociali nella società per azioni da parte del chiamato all'eredità (tra poteri conservativi ex art. 460 c.c. e accettazione tacita ex art. 476 c.c.)*, in *Contr. e impr.*, 2013, 191 ss.

⁴⁰ Sulle diverse declinazioni del principio, cfr. D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, *cit.*, 133 ss.; ID., *I tratti essenziali e l'«aggettivo» qualificante delle società per azioni. Contributo in materia di fattispecie, tipo e nozione di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 611 ss.: l'A. ribadisce la «naturale inclinazione delle partecipazioni alla trasferibilità» e vede perciò «il carattere qualificante delle società per azioni [...] nella disciplina delle azioni [...] ed in particolare nelle modalità di circolazione delle stesse».

legge a prevederne la limitazione in una serie eterogenea di ipotesi⁴¹, disciplinate sia dal codice sia dalla legislazione speciale⁴². Il principio in esame è dunque oggetto di un'applicazione soltanto tendenziale e risulta recessivo tutte le volte che entri in conflitto con altri interessi protetti dalla legge o, viceversa, quando risulti derogato dall'autonomia privata; quest'ultima, infatti, per effetto dell'introduzione di una norma *ad hoc* quale l'art. 2355-*bis* c.c. – che ha superato le previsioni contenute nella previgente formulazione dell'art. 2355, comma 3, c.c.⁴³ – appare sensibilmente

⁴¹ Si allude, nell'ambito della disciplina codicistica, agli artt. 2343, comma 3; 2331, comma 5; 2345, comma 2, c.c., nonché, per la particolare ipotesi relativa all'incapacità delle azioni di società fiduciarie e di revisione: art. 3, comma 2, l. 23 novembre 1989, n. 1966. A tali casi si aggiungono le deroghe alla disciplina comune contemplate dall'art. 2451 c.c. per la trasferibilità di azioni rispetto alle s.p.a. di interesse nazionale, nonché quelle relative al trasferimento di partecipazioni in società operanti nel settore dei pubblici servizi (d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito in l. 30 luglio 1994, n. 474). Regole particolari e limiti alla cessione di partecipazioni sono dettate anche rispetto alle azioni di società bancarie e assicurative, ivi compresi i limiti individuali al possesso azionario tipici della più recente evoluzione subita dalla disciplina delle banche popolari.

⁴² Deroghe significative sono quelle che interessano la cessione di partecipazioni in società a partecipazione pubblica, come si evince dall'art. 10, comma 2, d.lgs. 175 del 2016 (*Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica*), norma che relega ad ipotesi eccezionale la cessione di quote di società partecipate «mediante negoziazione diretta con un singolo acquirente» ammessa, comunque, solo «a seguito di deliberazione motivata [...] che [dia] analiticamente atto della convenienza economica dell'operazione, con particolare riferimento alla congruità del prezzo di vendita. È fatto salvo il diritto di prelazione dei soci eventualmente previsto dalla legge o dallo statuto». In tale ambito, l'equilibrio tra la disciplina dell'evidenza pubblica e le regole cardine dell'ordinamento societario è stato da ultimo scrutinato dalla massima n. 68 del 2018 del Consiglio notarile di Firenze, in *Riv. not.*, 2018, 687 ss., secondo la quale «negli statuti di società a partecipazione pubblica è legittima la previsione di una clausola di prelazione che preveda che, in caso trasferimento di partecipazioni mediante procedure ad evidenza pubblica, il diritto di prelazione possa essere esercitato al prezzo della proposta di aggiudicazione e che l'aggiudicazione verrà effettuata all'esito dell'esercizio del diritto di prelazione o dell'inutile decorso del termine per il relativo esercizio». La soluzione restrittiva si allinea a Cons. Stato, 28 settembre 2016, n. 4014, in *Urb. e app.*, 2017, 77 ss., con nota di A. LICCI MARINI, *Limiti alla prelazione nella cessione delle partecipazioni pubbliche*, ed è stata da ultimo trasfusa anche nel parere dell'AGCM n. 5246 del 2019. Per ulteriori aspetti applicativi, si veda lo Studio CNN n. 229-2017/I, a cura di D. BOGGIALI – M. SILVA, *Procedimenti amministrativi in materia di sottoscrizione, acquisto, cessione di partecipazioni sociali da parte di pubbliche amministrazioni ed onere di controllo notarile*.

⁴³ Nel vigore della disciplina ante Riforma, l'art. 2355 c.c. era stato ritenuto, da alcuni, manifestazione del fondamento sistematico dell'art. 1260 c.c. (in contrapposizione all'art. 1379 c.c.): A. GRAZIANI, *In tema di limiti alla trasferibilità delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1954, II, 636-637, con posizione non distante da quella di T. ASCARELLI, *Ancora in tema di limiti alla circolabilità delle partecipazioni azionarie*, in *Giust. civ.*, 1955, I, 440, il quale, però, obietta l'identificazione della posizione del socio con quella creditoria che il richiamo all'art. 1260 c.c. postula, fino ad arrivare alla tesi estrema del p.m. Fragali, secondo il quale «l'art. 1379 domina senza dubbio anche il precetto dell'art. 2355 c.c.», la cui

incrementata fino a ricomprendere ipotesi ritenute tradizionalmente confliggenti con l'ordinamento societario. Da ciò discende la non ipotizzabilità di un diritto soggettivo pieno del socio alla libera trasmissibilità delle azioni di cui sia titolare⁴⁴, temperata solo dall'allargamento delle ipotesi legittimanti il recesso e suffragata dal moltiplicarsi di acquisti potestativi della partecipazione azionaria (v. *infra*) che, oltre ad obbedire a criteri di ordine pratico, segnano un nuovo corso della negoziabilità dei titoli azionari.

Le interferenze del principio di libera trasferibilità con i limiti alla circolazione delle azioni si rivelano allora coerenti con la regola più ampia dettata dall'art. 1379 c.c.⁴⁵, norma che afferma l'inammissibilità di vincoli giuridici perpetui⁴⁶ e della quale

requisitoria, svolta nel giudizio deciso da Cass., 8 giugno 1954, n. 1910, è riportata in *Foro pad.*, 1954, I, 713.

⁴⁴ Sono ormai risalenti gli studi che hanno ridimensionato e vagliato criticamente la categoria dei diritti soggettivi del socio, erosa dal potenziamento del principio maggioritario: T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Studi in materia di società*, Milano, 1952, 99; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 62 ss.; V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 104 ss. e 132 ss., opzione ricostruttiva poi sottoposta a revisione critica da F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 92 ss.; G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973, 101 ss.; M. COMPORLI, *Formalismo e realismo in tema di diritto soggettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 1970, I, 470; P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Padova, 1971, 240 ss., per il quale il rapporto negoziale nei contratti associativi si staglia al di fuori del diritto soggettivo e dell'obbligo, con la conseguenza che il nesso che si instaura discende dalla *funzione del fatto*. Si tratta, come è evidente, di una significativa inversione di prospettiva, della quale dà ampiamente conto P. SPADA, *La rivoluzione copernicana (quasi una recensione tardiva ai Contratti associativi di Paolo Ferro Luzzi)*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, 145-146. Più di recente, A. DENTAMARO, *Validità della clausola di prelazione adottata a maggioranza*, in *Società*, 2005, 192, secondo la quale, superata la ricostruzione del diritto soggettivo alla libera trasferibilità delle azioni come «principale strumento di autotutela del socio», «l'ordinamento parrebbe aver fatto un passo indietro». Che il legislatore della Riforma abbia «scardinato dalle fondamenta» la teoria dei diritti soggettivi dei singoli soci è rilevato da G. DI CECCO, *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la riforma*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, I, 36-37. Tra i lavori monografici, M. LEOCATA, *I diritti del socio di società di capitali all'acquisto delle partecipazioni sociali. Natura giuridica e strumenti di tutela*, Padova, 2012, 142 ss.

⁴⁵ Per la tesi contraria all'assimilazione della partecipazione a una *res vera e propria* in quanto tale assoggettata al disposto dell'art. 1379 c.c. si veda, benché rispetto alle quote di s.r.l., G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata³*, in *Commentario Scialoja-Branca, Sub artt. 2472-2497-bis*, Bologna-Roma, 1984, 107; da ultimo, Trib. Milano, sez. impr., 9 maggio 2017, con nota di O. CAGNASSO, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, 2425 ss.

⁴⁶ Per le ricostruzioni storiche più recenti in tema di divieti di alienazione: A. CHÉRON, *La jurisprudence sur les clauses d'inaliénabilité. Sa logique, ses limites*, in *Rev. trim. dr. civ.*, 1906, 361; L. COVIELLO JR., *Il divieto negoziale di alienazione e l'art. 288 capv. del progetto del III libro del codice civile*, in *Riv. dir. civ.*, 1937, 389; F.

occorre verificare la portata in ambito societario⁴⁷; non può infatti prescindersi dal rilievo per cui i limiti convenzionali alla circolazione delle azioni si pongono a valle

NEGRO, *Lineamenti di un trattato sull'indisponibilità giuridica*, Padova, 1957, spec. 3 ss., ove si legge che «quando si pone il problema dell'indisponibilità giuridica, si pone necessariamente il problema dell'essenza del dominio [...] è un problema di limiti che non si possono varcare, senza distruggere il diritto di proprietà»; G. BONIELLO, *La clausola di inalienabilità nel diritto francese e in quello italiano*, in *Ann. dir. comp.*, 1966, 30; G. PIOLA, «Inalienabilità», in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, XIII, 1, Torino, 1903; E. SCUTO, «Inalienabilità», in *Noviss. Dig. it.*, VII, Torino, 1965; ID., *I divieti legali di alienazione nel diritto civile italiano*, Napoli 1955, 90 ss.; G. BRANCA, *Divieto di alienazione e interesse apprezzabile*, in *Foro pad.*, 1952, I, 727 ss.; G. SANTINI, *La vendita a prezzo imposto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1952, 1042-1046; F. GALGANO, *Degli effetti del contratto*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1993, sub art. 1379, 113 ss.; V. LOJACONO, voce *Inalienabilità (clausole di)*, *ivi*, vol. XX, Milano 1970, 892 ss.; S. PUGLIATTI, «Alienazione», in *Enc. dir.*, II, Milano, 1958; S. PIRAS, *Sull'esercizio della facoltà di disporre*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1947-48, 39; S. ROSE-ACKERMAN, *Inalienability and the theory of property rights*, in *Columbia Law Review*, 1985, 931; C.A. FUNAJOLI, voce «Divieto di alienazione», in *Enc. dir.*, Milano, XIII, 1964, 401 ss.; G. SBISA, *I limiti negoziali alla circolazione dei beni*, Milano, 1975, *passim*. Per una disamina dell'art. 1379 c.c. alla luce del diritto vigente: F. BOCCHINI, *Limitazioni convenzionali del potere di disposizione*, Napoli, 1977; G. BONILINI, *La prelazione volontaria*, Milano, 1984, 63, ove si rileva che il divieto di alienazione ha costituito, nell'elaborazione dottrinale prevalente, una «hèresie économique [...] et une anomalie juridique»; M. COMPORTI, *Divieti di disposizione e vincoli di destinazione*, in *Studi in onore di P. Rescigno*, Milano, 1998, V, 847; E. MOSCATI, *Vincoli d'indisponibilità e rilevanza dell'atto traslativo*, in *Riv. dir. civ.*, 1972, I, 269; F. DI MARZIO, *Sub art. 1379. Divieto di alienazione*, in *Commentario Cendon*, 2010, 465; C. MARINI, *Libertà di contrarre e divieto di alienazione*, in *Vita not.*, 1985, 428 ss.; M. CAPONE, *Profili applicativi del divieto di alienazione*, *ivi*, 1986, 1386 ss.; A. FUSARO, *Il divieto contrattuale di alienazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1989, 78; ID., *Il divieto contrattuale di alienazione*, in *I contratti in generale*, a cura di Alpa-Bessone, *Aggiornamenti 1991-1998*, in *Giur. sist. Bigliani, Contratti*, IV, I, Torino, 1998, 59 (e *ivi* ulteriori riferimenti).

⁴⁷ Come osservato, l'art. 1379 c.c. è destinato a trovare applicazione solo quando non entrino in gioco altre disposizioni «che, a dire il vero, le sottraggono la casistica più frequente e più scottante», così R. SACCO, «Alienazione (divieto di)», in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, agg. VI, Torino, 2011, 27 ss.; la correlazione con le altre norme è approfondita da F. BOCCHINI, *Limitazioni convenzionali*, *cit.*, 103, nonché da E. MOSCATI, «Alienazione (divieto di)», in *Enc. dir.*, Roma, 1988, 1 ss. In giurisprudenza, v. Cass. 11 aprile 1990, n. 3082, in *Riv. dir. comm.*, 1992, II, 485, secondo cui «la prescrizione dell'art. 1379 c.c. è espressione di un principio generale che deve trovare applicazione anche in relazione a pattuizioni che, pur non corrispondendo interamente al divieto di alienazione, tuttavia comportino limitazioni altrettanto incisive del diritto di proprietà ed abbiano quindi il medesimo risultato dal punto di vista pratico»; di analogo tenore: Cass. 17 novembre 1999, n. 12769, in *Riv. not.*, 2000, 369; Cass. 14 ottobre 2008, n. 25132, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 425. L'opinione nettamente prevalente è nel senso dell'applicabilità dell'art. 1379 c.c. anche alla circolazione di partecipazioni sociali (in senso contrario, L. STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, 365 ss.); appare ormai superata la tesi (molto seguita in passato) secondo la quale la circolazione delle partecipazioni azionarie sfuggirebbe alle regole di diritto comune, e dunque anche a quelle dettate dall'art. 1379 c.c., a causa della natura di titoli di credito che andrebbe riconosciuta alle azioni (cfr. V. MELI, *La clausola di prelazione negli statuti di società per azioni*, Napoli, 1991, 54 ss.).

di scelte che riguardano l'autolesione della libertà negoziale, lo smembramento contrattuale della proprietà e la selezione degli interessi individuali protetti dal diritto, dalla cui composizione o dal cui conflitto dipende lo spettro di applicazione dei divieti di alienazione stessi, con ciò dando ragione a quell'impostazione secondo la quale l'art. 1379 c.c. non distilla un principio ma consegna all'interprete il risultato delle interazioni tra plurimi interessi⁴⁸. Può conseguentemente ammettersi, anche in tale ambito, la derogabilità dei divieti di alienazione (*recte*, patti di non alienazione⁴⁹) purché questi siano sorretti da una meritevolezza qualificata⁵⁰ e risultino contenuti entro convenienti limiti di tempo⁵¹, sul presupposto che la compressione del potere di disporre (e di alienare) – anche rispetto alla partecipazione azionaria - identifica

⁴⁸ COSÌ R. SACCO, «Alienazione (divieto di)», *cit.*, *ibidem*.

⁴⁹ La variante terminologica è suggerita da G. GUGLIELMETTI, *I limiti negoziali della concorrenza*, Padova, 1961, 217; per l'ordinamento francese, v. la voce *Inaliénabilité*, in *Dalloz, Répertoire de droit civil*, a cura di P. Raynaud, IV, Paris, 1973, nn. 90, 91, 101.

⁵⁰ Per la tesi contraria alla derogabilità, secondo la quale il divieto di alienazione pattizio andrebbe circoscritto «entro i confini della *liability rule*, nel senso che esso può essere violato, ma l'alienante deve sostenere il costo della violazione, il cui ammontare è pari al risarcimento dovuto», cfr., da ultimo, A. VERCELLONE, *Sulla derogabilità dell'art. 1379 c.c.: pactum de non alienando e vincoli di destinazione immobiliare*, in *Notariato*, 2020, 155 ss., il quale osserva che «portato implicito dell'art. 1379 c.c. è la creazione di limiti all'alienazione strutturati nella forma di *property rights* è prerogativa del legislatore (si pensi alla prelazione legale, che legittima il beneficiario pretermesso all'esercizio del riscatto), e non può essere demandata all'autonomia privata», *ivi*, 156. Il modello di riferimento risente dell'approccio metodologico dell'analisi economica del diritto; per tutti, G. CALABRESI - A.D. MELAMED, *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *Harvard Law Review*, (85), 1972, 1089 ss., ora tradotto in *Riv. dir. civ.*, 2020, 497 ss., con il titolo *Regole di proprietà, regole di responsabilità e inalienabilità: un'istantanea della cattedrale*.

⁵¹ Nella Relazione al Re, n. 93, si motiva che «era eccessivo un illimitato divieto di disporre, che avrebbe praticamente svuotato di contenuto il diritto di proprietà. Perciò si è stabilito che il divieto doveva essere ristretto entro convenienti limiti di tempo e deve essere rispondente ad un apprezzabile interesse». In tema, si vedano le riflessioni di T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano 1960, 93 ss., il quale riconduce nell'alveo dell'art. 1379 c.c. una serie eterogenea di ipotesi (es. patti di esclusiva, accordi di boicottaggio, clausole che impongono al venditore di non alienare a determinati soggetti, o di vendere a determinati prezzi e a determinate condizioni).

un fenomeno transeunte⁵², pena la vanificazione delle esigenze relative allo smobilizzo di ricchezza e alla facilità di negoziazione dei titoli azionari⁵³.

Si aggiunga poi che, in linea con quanto emerge dagli ordinamenti di *common law*⁵⁴, la valutazione in ordine alla temporaneità del vincolo corrisponde sostanzialmente all'accertamento circa l'attualità dell'interesse del disponente, con la conseguenza che il limite posto alla vicenda circolatoria in tanto può sussistere in quanto persista

⁵² Così F. NEGRO, *I diritti indisponibili nel sistema dell'ordinamento giuridico*, in *Foro it.*, 1956, IV, 210 ss., ove l'Autore precisa che «il non potere disporre permanentemente di un diritto che si può avere o non avere è un concetto contraddittorio».

⁵³ In tale solco deve valutarsi anche l'ammissibilità delle clausole cc.dd. di *lock-up*, variante della più ampia categoria dei sindacati cc.dd. di blocco, che pongono a carico di alcuni soci, ovvero della totalità della compagine sociale, un puro e semplice divieto di alienazione; in questi casi, si considera che la finalità propria di tale convenzioni, nelle operazioni di *venture capital*, risiede nella necessità di garantire, per un determinato lasso di tempo, una stabilità nell'assetto azionario e della *governance* della società, strumentale a che la crescita dell'impresa si svolga in linea con gli obiettivi pianificati dall'investitore e dal socio imprenditore; cfr. M. SIRI, *Clausole statutarie e control devices in una fifty-fifty incorporated joint venture*, in *Dir. comm. int.*, 1989, 247 ss., ove si valorizza l'idea secondo la quale la coincidenza tra proprietà e gestione sia fattore di potenziamento del valore dell'impresa azionaria, sul presupposto che l'imposizione di limiti al trasferimento della partecipazione sociale si ricollega alla volontà dell'associato di scegliersi i *co-venturers*.

⁵⁴ Rispetto all'ordinamento britannico giova precisare che la partecipazione (*share*) in una società azionaria (*company*) è qualificabile in termini di interesse nel patrimonio sociale che ricomprende una serie eterogenea di diritti funzionali alla gestione dell'ente societario e alla distribuzione degli utili: *Borland's Trustee v. Steel Brothers Co Ltd*, [1901] 1 Ch 279, 288; R. PENNING-TON, *Can Shares in Companies Be Defined?* in *The company Lawyer*, 1989, 140 ss.; J. BENJAMIN, *Interests in securities*, Oxford, 2000, 34; A. PRETTO, *Comparative Personal Property: The Case of Shares*, in *Global Jurist Advances*, 2001, vol. 1, 8 ss.; R. J. SMITH, *Property Law*², London 1998, 101; P.L. DAVIS-C. B. GOVER, *Gover's Principles of Modern Company Law*⁶, London 1997, 336. In argomento, v. D. SABBATINI, *La circolazione delle partecipazioni azionarie in una prospettiva comparatistica*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 551 ss., secondo il quale «sul piano concettuale tale interesse è riconducibile *alla chose in action*, che rappresenta un'articolazione del più ampio *genus* della *personal property*, antica categoria di derivazione processualistica destinata originariamente a ricomprendere tutte le situazioni non riconducibili alla *real property*. Sebbene possa apparire scontata oggi la loro qualificazione in termini di *personal property*, in passato esse venivano spesso ricondotte alla *real property*, poiché si riteneva che l'azione, rappresentando i beni immobili che costituivano il sostrato materiale della società, condividessero la loro medesima natura nel mondo del diritto. Da qui l'applicabilità di tutte le situazioni giuridiche di carattere "reale", quali il *life estate*, il *remainder* e la *reversion*. Con la graduale presa d'atto della diversa natura della partecipazione come quota del valore rappresentato dall'impresa sociale, la nozione di azione evolve gradualmente verso la *personalty*», *ivi*, spec. nt. 9.

un interesse apprezzabile⁵⁵ al cui perseguimento esso è preordinato⁵⁶. Il rispetto di tali parametri consentirebbe allora di risolvere affermativamente pure la questione relativa alla possibilità di reinserire nello statuto, dopo che sia trascorso un lasso di tempo accettabile dalla scadenza della precedente clausola di analogo tenore, un nuovo divieto di trasferimento delle azioni, a condizione che questo sia sorretto da un interesse apprezzabile ed abbia una oggettiva giustificazione causale⁵⁷; sebbene il risultato della stabilizzazione della compagine possa essere ottenuto attraverso altri strumenti (convenzioni parasociali, vincoli contrattuali), l'indagine in concreto in ordine alla meritevolezza di tutela dell'interesse fatto valere, insieme al filtro assembleare⁵⁸, terrebbe al riparo i soci di minoranza dai rischi che il gruppo di comando, per effetto della reintroduzione del vincolo, finisca per aggirare il limite massimo di durata dell'intrasferibilità delle partecipazioni⁵⁹.

⁵⁵ Sul profilo dell'apprezzabilità dell'interesse, e sul rischio connesso di sovrapposizioni tra l'interpretazione dell'art. 1174 c.c. e quella dell'art. 1379 c.c., si rivelano interessanti alcune risalenti pronunce di merito, relative alla validità di clausole con le quali la Fiat imponeva ai suoi compratori di non rivendere le automobili prima del decorso di sei mesi dalla consegna; tra queste si segnala: App., Venezia 12 novembre 1952, in *Foro pad.*, 1953, 30, con nota adesiva di G. BRANCA, *Ancora sull'interesse apprezzabile nei divieti di alienazione*. Che l'art. 1379 c.c. sia norma pleonastica nella sua intera portata precettiva è sostenuto da G. BONILINI, *La prelazione volontaria*, cit., 60 ss.

⁵⁶ Per un'applicazione del principio di cui all'art.1379 c.c. declinato in termini di proporzionalità, si veda lo studio di G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 498 ss., secondo il quale la norma in esame assolverebbe a una funzione di garanzia economica "preventiva" delle cc.dd. garanzie negative e concorrerebbe a perimetrare anche l'oggetto della complessiva operazione di finanziamento, *ivi*, 514; ID., *Le garanzie negative*, *ivi*, 2001, I, 405 ss.

⁵⁷ È stato opportunamente osservato che «[...] se è vero che in certe ipotesi il sistema sanziona la perpetuità o la durata molto lunga ora mediante l'apposizione di un termine finale ora riconoscendo ad una parte o ad entrambe il diritto di recedere, frequenti sono anche le fattispecie tipizzate che riconoscono e tutelano la perpetuità o la lunga durata. La chiave interpretativa di questo non univoco regolamento degli interessi mi sembra riposi allora non già in un'assiomatica e aprioristica *regula* generale (ora di temporaneità ora di perpetuità a seconda del tipo di "indizi" normativi che si privilegiano) bensì in un esatto apprezzamento dei diversi interessi che l'ordinamento persegue con la disciplina della durata». Così M. LAMANDINI, *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I, 623.

⁵⁸ Cfr. F. DI SABATO, *Diritto delle società*³, Milano, 2011, 277: «costituiscono, del resto, un "affare" sociale, e non meramente individuale, le modalità di circolazione delle azioni, la cui regolamentazione, qualunque sia il segno della regola (estensiva o limitativa), non si sottrae alla dialettica maggioritaria».

⁵⁹ Per un'impostazione di teoria generale, v. A. CERRAI-A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 82, i quali mettono in luce la tendenza degli ordinamenti a defunzionalizzare il ruolo

La proprietà azionaria risulta dunque conformata attraverso patti che comportano una certa modalità di alienazione (è il *quomodo*, non l'*an* a risentire delle scansioni temporali impresses dal vincolo, dell'individuazione dei destinatari dell'attribuzione e delle condizioni al ricorrere delle quali questa possa dirsi perfezionata), soprattutto perché è la prassi a testimoniare che le clausole limitative – in particolare quelle di prelazione, complice la loro origine storica⁶⁰ – sono spesso formulate in modo così generico e a tratti consapevolmente equivoco che risulta difficile accertare se la volontà dei soci intendesse limitare sempre e comunque il trasferimento della partecipazione sociale ovvero circoscriverlo al solo caso della vendita⁶¹; è da tale impostazione che scaturisce la necessità di calibrare l'operatività delle clausole di prelazione rispetto ad ipotesi di alienazioni che evitino che queste si trasformino in veri e propri divieti di alienazione⁶², pregiudicando sia la libertà di disposizione del proprietario delle azioni che ha interesse immediato alla dismissione delle stesse sia il risultato economico della cessione complessivamente considerata⁶³, e in ogni caso assecondando la prevalenza dell'interesse a conservare inalterata la compagine sociale⁶⁴.

del socio come quasi-organo della società, in grado di presidiare l'interesse collettivo alla legalità del funzionamento dell'ente.

⁶⁰ L. V. MOSCARINI, voce *Prelazione*, in *Enc. dir.*, Milano, 1985, XXXIV, 981 ss.; per una ricostruzione storico-dogmatica del patto di prelazione: A. CATRICALÀ, voce *Patto di preferenza*, in *Enc. dir.*, Milano, 1982, XXXII, 511 ss.

⁶¹ Per un approccio di taglio statistico, si veda la ricognizione di G. ZUDDAS-D. MENICUCCI-M. PALMA, *Ancora sui limiti al trasferimento delle azioni nella pratica statutaria*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 896 ss.; e di G. M. ZAMPERETTI, *Le clausole di gradimento nella recente prassi statutaria*, *ivi*, 915 ss.; ma già G. ZUDDAS, *I limiti alla libera trasferibilità delle azioni nella pratica statutaria*, in *Riv. soc.*, 1967, 905 ss.

⁶² Da qui la necessità di congegnare il patto di prelazione, magari anche estendendolo ad ulteriori fattispecie diverse dalla vendita del bene, in modo tale che dal tenore letterale della clausola emerga in modo inequivoco tale manifestazione di volontà e fermo restando che un'operatività della clausola aperta ad altri casi di trasferimento della partecipazione dovrà in ogni caso essere compensata dalla previsione di opportuni meccanismi di attuazione; per una approfondita disamina del problema, v. C.A. BUSI, *La prelazione societaria. Evoluzione legislativa e giurisprudenziale e clausole alternative*, Milano, 2019, spec. 294 ss.

⁶³ Per l'analisi dei vari interessi sottesi al vincolo prelatizio, v. R. ALESSI, *Alcune riflessioni intorno alla clausola di prelazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 51 ss.

⁶⁴ L'intento di salvaguardare la composizione soggettiva della compagine sociale si porrebbe come retaggio di quello spirito di casta che aveva caratterizzato le compagnie continentali in epoca

Ci si interroga poi se la realizzazione di fenomeni di trasmissibilità ostacolata⁶⁵ trovi spazio anche nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2325-*bis* c.c.) e, segnatamente, se l'inserimento in statuto di clausole che limitano la trasferibilità delle azioni possa ritenersi ammissibile; ad una impostazione incline ad affermare l'incompatibilità strutturale dei vincoli alla circolazione rispetto alle società che raccolgono capitali sul mercato⁶⁶, sul presupposto che sia proprio la libera trasferibilità dei titoli azionari a caratterizzare le società aperte dalle società chiuse⁶⁷, se ne affianca una opposta, da ritenersi preferibile alla luce delle indicazioni provenienti dal diritto positivo⁶⁸, che reputa applicabili anche alle società aperte i criteri dettati per la negoziabilità delle partecipazioni.

Se si è già accennato alla rilevanza dei convenienti limiti di tempo rispetto all'operatività dell'art. 1379 c.c.; devono ora precisarsi le oscillazioni temporali ammesse e la modulazione della durata dei vincoli nello spettro di applicazione dell'art. 2355-*bis* c.c.: la questione gravita intorno all'ammissibilità di una previsione statutaria che ponga un divieto superiore al quinquennio ovvero un divieto a tempo

medievale e la *partnership* inglese, cfr. A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 670 ss.

⁶⁵ L'espressione, coniata da M. ALLARA, *Le vicende del rapporto giuridico e le loro cause*, Torino, 1939, 52, per identificare «l'aggravamento in ordine ai presupposti necessari perché si abbia il fenomeno successorio», è ripresa da E. MOSCATI, «*Alienazione (divieto di)*», *cit.*, 5.

⁶⁶ Cfr. A. TUCCI, *I limiti alla circolazione delle azioni*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, I, Torino, 2006, 652, spec. nt 96.

⁶⁷ La tesi è sviluppata da G. GUIZZI, *La nuova disciplina dei limiti alla circolazione delle azioni*, in *Italia Oggi-Nuovo diritto societario*, 19 maggio 2003, 41-42, fonte riportata da L. STANGHELLINI, *Sub art. 2355-bis*, *cit.*, 570, nt. 18. A quest'ultimo Autore si rinvia per la precisazione, su un piano più generale, che è ben possibile che la previsione di vincoli al trasferimento riguardi solo una parte o un tipo di titoli azionari, siccome ove la diversa regolamentazione investisse azioni della stessa specie, le azioni soggette a diversi regimi circolatori integrerebbero distinte categorie di azioni (arg. ex art. 2348 c.c.), *ivi*, 568. Per un'analisi più ampia, cfr. A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato Perlingieri*, Napoli, 2005, 359 ss.

⁶⁸ Per tutte, ci si riferisce all'art. 104-*bis*, comma 2, t.u.f. (*Regola di neutralizzazione*), ove si prevede espressamente che «Nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'articolo 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali. [...]», con ciò confermando la non incompatibilità della quotazione almeno con alcune limitazioni alla circolazione di fonte statutaria.

indeterminato. Rispetto al primo aspetto, prevale la tesi contraria⁶⁹ argomentata sulla ricostruzione dell'art. 2355-*bis*, comma 1, c.c., in termini di norma imperativa, inderogabile dall'autonomia privata, il cui rigore è attenuato soltanto dalla prassi notarile⁷⁰ che, invero, non ha raccolto finora larghi consensi⁷¹, sebbene non possa disconoscersi che l'interesse della compagine sociale a chiudersi totalmente, nell'arco temporale dei cinque anni, e quello del socio, *prisonnier de son titre*, ad alienare la propria partecipazione, sia pur antinomici, potrebbero essere parzialmente conciliati in una dimensione organizzativa⁷² di più ampio respiro legata all'attuazione di un

⁶⁹ Cfr. L. STANGHELLINI, *Sub art. 2355-bis, cit.*, 573, per il quale la sanzione conseguente alla previsione di un divieto di durata superiore al quinquennio andrebbe ravvisata nella nullità (a tal fine richiama anche gli artt. 2557 e 2596 c.c.); nullità che, secondo altri, si accompagna al meccanismo di eterointegrazione mediante sostituzione automatica di clausole *ex art. 1339 c.c.*, cfr. V. ROPPO, *Il contratto*², Milano, 2011, 474; G. G. SALVATI, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Padova, 2011, 82; A. TUCCI, *Limiti alla circolazione, cit.*, 628, secondo il quale la clausola statutaria che contempra un divieto di durata superiore ai cinque anni «sarà dunque sostituita *ope legis* dalla norma imperativa che impone la durata massima di cinque anni».

⁷⁰ Insieme alle altre fonti extra-positive (il precedente giudiziario, la ricerca scientifica, la giurisprudenza arbitrale), le massime notarili rientrano nel c.d. diritto giurisprudenziale, v. M. SPERANZIN, *Un nuovo ordine delle fonti del diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 1180, che richiama A. PIZZORUSSO, *Fonti del diritto*², in *Comm. Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 2011, 171 ss. Per un'indagine più ampia, v. F. DENOZZA, *Le fonti private del diritto commerciale tra mercato e politica*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, a cura di V. DI CATALDO-P. SANFILIPPO, Milano 2008, 7 ss.; e, sulla crescente importanza della prassi notarile, v. G. BEVIVINO, *Il ruolo delle massime notarili nel dialogo tra i diversi formanti*, in *Contr. e impr.*, 2016, 1559 ss.

⁷¹ Si allude alla massima n. 13 del 2010 del Consiglio notarile di Firenze secondo la quale «purché contenuta entro il limite di cinque anni, è legittima una clausola statutaria che preveda qualsiasi forma di limitazione alla circolazione delle azioni, ancorché essa non garantisca al socio la possibilità di liquidare la quota, oppure garantisca tale possibilità ma consentendogli di realizzare per le sue azioni un valore inferiore a quello che deriverebbe dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-*ter* c.c. Per contro, una clausola che limiti significativamente, o addirittura vieti, l'alienazione delle azioni e la cui efficacia temporale non sia limitata o superi i cinque anni, è efficace solo qualora assicuri al socio la possibilità di realizzare per le sue azioni almeno il valore che deriva dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-*ter* o, quando essa precluda un progettato trasferimento a terzi, quando assicuri al socio la possibilità di realizzare lo stesso prezzo eventualmente offerto dal terzo, anche se in ipotesi inferiore al valore di cui all'art. 2437-*ter*».

⁷² Per tutti, F. D'ALESSANDRO, *Il fenomeno societario tra contratto e organizzazione*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 494; immediatamente dopo la Riforma, P. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss.: l'A. ribadisce l'idea, già esposta in altri scritti che «il fenomeno societario vada oggettivamente concepito nell'organizzazione dell'esercizio, del funzionamento e della responsabilità di impresa», e dunque che la società debba

progetto imprenditoriale cui il socio stesso abbia deciso di vincolarsi entrando in società e rispetto al quale il termine quinquennale appaia congruo⁷³; di contro, superato tale limite temporale, la totale chiusura della società, a prescindere dalle forme con le quali questa venga operata, il diritto del socio al disinvestimento riacquista pienezza e, anzi, ove il socio continuasse a vedere limitata la possibilità di negoziare la partecipazione, sarà indispensabile la previsione di correttivi esterni (modalità di investimento tipizzate dall'art. 2355-*bis* c.c., ovvero ad esse equipollenti, come nel caso di acquisto delle azioni da parte di un terzo designato dalla società). Per converso, l'eventualità di un divieto statutario a tempo indeterminato viene pacificamente ammessa a condizione che sia previsto il diritto di recesso⁷⁴: la soluzione positiva si giustifica, in parte, attraverso un'applicazione analogica del principio dettato dall'art. 2469, comma 2, c.c., per le s.r.l. che però, stante l'assenza di lacune nell'art. 2355-*bis* c.c. – il quale ambisce ad assicurare proprio la temporaneità del divieto di alienazione – non sembra cogliere nel segno⁷⁵; per altro verso, l'argomento di ordine funzionale tende ad equiparare il divieto perpetuo di trasferimento ai risultati che, di fatto, si attuano mediante la previsione di clausole di mero gradimento della cui ammissibilità non può più ormai seriamente dubitarsi. Molteplici sono le perplessità che siffatta assimilazione solleva, prima fra tutte l'operatività non automatica della clausola di gradimento (a tacere delle valutazioni discrezionali spettanti all'organo amministrativo rispetto alla qualità del potenziale acquirente della partecipazione), ragion per cui, a meno di non voler pervenire a un sostanziale svuotamento della portata precettiva dell'art. 2355-*bis* c.c., l'unico vero

essere considerata come «tipo di impresa caratterizzata da una particolare organizzazione del suo esercizio, della relativa responsabilità e del suo funzionamento».

⁷³ Per alcune recenti applicazioni dei rapporti tra vincoli perpetui ed esercizio del diritto di recesso, nel caso di società contratta per un termine particolarmente lungo, «tale da superare qualsiasi orizzonte previsionale anche per un soggetto collettivo», nonché sulle implicazioni connesse al diritto al disinvestimento del socio, v. Cass., 29 marzo 2019, n. 8962, in *Giur. it.*, 2019, 2443 ss., con nota di M.L. PASSADOR, *Vincoli perpetui e diritto di exit*.

⁷⁴ In luogo di tanti, N. ABRIANI, *La circolazione delle azioni*, cit., 377.

⁷⁵ Di tale avviso sembra essere P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Sulla temporaneità del divieto di trasferimento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 2011, I, 580. Per la non sovrapposibilità tra partecipazione azionaria e partecipazioni in altre società, sotto il vigore del codice di commercio, v. F. CARNELUTTI, *Sulla distinzione tra quota e azione delle società commerciali*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, II, 318 ss.

correttivo in grado da scongiurare violazioni di tale norma imperativa coincide proprio con il riconoscimento di un diritto di *exit* al socio che intenda alienare la partecipazione⁷⁶. Prova ne è che un ipotetico rinnovo di un divieto di trasferimento avente durata ultraquinquennale, pur in costanza di previsione statutaria del diritto di recesso, deve ritenersi precluso⁷⁷, potendosi allora convenire che, «paradossalmente, l'autonomia contrattuale ha bisogno di una certa limitazione che le impedisca di autodistruggersi con promesse di contrarre o di non contrarre⁷⁸».

3. *Schemi negoziali alieni e multiformità delle operazioni di trasferimento azionario.*

La configurazione dello scambio azionario come strumento di disinvestimento e, in pari tempo, come modifica del rapporto sociale dal lato soggettivo, in uno alla rilevanza organizzativa sottesa ad ogni trasferimento di partecipazioni sociali, condiziona le scelte del legislatore in ordine alle tecniche di circolazione e alle vicende modificative degli assetti societari che per effetto della cessione di azioni si attuano; le opzioni di politica legislativa, dunque, possono risentire sia della necessità di regolare la circolazione delle azioni in linea con il regime generale dei diritti di proprietà, sia di esigenze pratiche, connesse ad interessi di carattere fiscale⁷⁹.

⁷⁶ Su un piano più generale, v. A.A. DOLMETTA, *I rimedi per la violazione delle norme imperative nel diritto societario prima del d.lgs. 5/2003. Un frammento di storia delle idee*, in *Vita not.*, 2003, 99 ss. Rispetto all'*exit* del socio alienante si consideri poi che, come autorevolmente sostenuto, «il diritto alla qualità di socio è un diritto essenzialmente patrimoniale, onde la denominazione di diritto di quota in quanto ha come punto di riferimento il patrimonio della società». Logico corollario di tale assunto è che, in caso di recesso, al socio spetterà un corrispettivo pari ad una quota-parte del patrimonio, così V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, cit., 179 ss.; la tesi che qualifica il diritto di partecipazione del socio alla stregua di diritto patrimoniale ad ottenere l'utilità economica acquisita dall'ente sociale è condivisa anche da G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, cit., 176 ss.

⁷⁷ C.F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine sociale e clausole di lock up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, 148; F. VAGLIENTI, *Sulla validità della proroga del divieto statutario temporaneo di alienazione di azioni*, in *Notariato*, 1999, 33 ss.

⁷⁸ R. SACCO, «*Alienazione (divieto di)*», cit., 27 ss.; ID., «*Circolazione giuridica*», in *Enc. dir.*, VII, Milano, 1960, 4.

⁷⁹ Per tale rilievo, v. D. SABBATINI, *La circolazione delle partecipazioni azionarie in una prospettiva comparatistica*, cit., 554 ss. Lo iato tra momento circolatorio e profili organizzativi è invece evidenziato da I. KUTUFÀ, *Azioni non emesse e autonomia nella circolazione*, Torino, 2013, 37-38.

Nondimeno, ove il legislatore si astenga da una specifica disciplina di determinate operazioni di trasferimento, si assiste ad una espansione dell'autonomia negoziale nella predisposizione di sequenze procedimentali che rischiano di collidere con alcuni dei principi cardine dell'ordinamento societario; si tratta infatti di meccanismi traslativi elaborati nella prassi delle cessioni di partecipazioni azionarie e legittimati solo sul versante fattuale, benché privi di una sicura base normativa, con tutto ciò che ne consegue in termini di incertezze applicative⁸⁰ e moltiplicarsi di decisioni giudiziarie ad alto tasso di imprevedibilità. Deve poi considerarsi che tale tendenza è influenzata dal fatto che molte delle operazioni di trasferimento azionario – come si evince da quelle assunte ad oggetto di questo studio – sono il risultato di un trapianto nel nostro ordinamento di prassi negoziali elaborate in sistemi giuridici di *common law* nei quali, storicamente, l'empirismo è destinato a imporsi sulla ricostruzione teorica dei fenomeni indagati⁸¹. Tendenza che, se per un verso favorisce l'analisi della complessità degli interessi sottesi alla circolazione della partecipazione sociale, per altro verso finisce per rivelare i limiti di adattabilità⁸² (e lo scarso coordinamento sistematico) di alcune strutture negoziali aliene⁸³ - pensate

⁸⁰ È questa ormai una tendenza ricorrente del diritto post-moderno, come si evince dal proliferare di studi, più o meno recenti, di ascendenza weberiana, sull'argomento: N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016, 107 ss.; F. DENOZZA, *In viaggio verso un mondo re-incantato? Il crepuscolo della razionalità formale nel diritto neoliberale*, in ODCC, 2016, 419 ss.; Y. BLANK, *The Reenchantment of Law*, in *Cornell Law Review*, vol. 96, 2011, 633; N. LIPARI, *I civilisti e la certezza del diritto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2015, 1115; F. CHAUDRY, *The promise and paradox of Max Weber's legal sociology: the «categories of legal thought» as types of meaningful action and the persistence of the problem of judicial legislation*, in *Southern California Interdisciplinary Law Journal*, 2011, vol. 20, 261.

⁸¹ Affermazione che trova conferma anche rispetto ai cc.dd. *co-sale rights* (v. *infra*), rispetto ai quali la dottrina dei paesi di *common law* ha privilegiato una ricostruzione pratica, condizionata nell'impostazione dall'analisi economica del diritto e, di riflesso, dalla teoria del *nexus of contracts*. Per tutti, R. COASE, *The problem of social cost*, in *Journal of Law and Economics*, 1960, 1-44; cenni anche in C. ANGELICI, *On governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 374 ss.

⁸² G. DE NOVA, «*The law which governs this agreement is the law of the Republic of Italy*»: il contratto alieno, in *Dir. comm. int.*, 2007, 3 ss., il quale chiarisce come, dinanzi a tali schemi negoziali, il giurista non possa in ogni caso «mettere in agenda la voce “adozione cieca dei modelli contrattuali alieni”».

⁸³ La formula si deve a G. DE NOVA, *I contratti atipici e i contratti disciplinati da leggi speciali: verso una riforma?*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, 345 ss.; ID., «*The law which governs this agreement is the law of the Republic of Italy*», *cit.*, 3 ss.; l'A. osserva che «circolano in Italia con sempre maggiore frequenza contratti che di recente ho provato a chiamare «contratti alieni», dove il termine «alieni» ha come calco «alius», e quindi «altro, straniero», ma anche «alien», e quindi «extraterrestre». Ho pensato a questo termine

in base al diritto angloamericano⁸⁴, ma assoggettate al diritto italiano - con i principi dell'ordinamento interno; inoltre, sul piano pratico, deve anche osservarsi come talora molte di queste operazioni restino segrete o, comunque, diano origine a controversie definite in via transattiva o arbitrale⁸⁵, magari circoscritte a profili attinenti all'individuazione della legge applicabile al contratto⁸⁶ (clausole cc.dd.

perché il fenomeno considerato è più ampio del fenomeno dell'atipicità contrattuale», *ivi*, 4. Gli scritti citati ed altri sullo stesso tema sono ora pubblicati in G. DE NOVA, *Il contratto alieno*², Torino, 2010. Sulla metafora dell'alieno adoperata, E. GABRIELLI, *Giorgio De Nova e lo studio della nullità contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2016, 211.

⁸⁴ Sulla capacità di circolazione globale e l'egemonia del modello angloamericano, statunitense in particolare, v. R. SACCO, voce *Circolazione e mutazione dei modelli giuridici*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, II, Torino 1988, 365 ss.; U. MATTEI, *A Theory of Imperial Law: A Study of U.S. Hegemony and the Latin Resistance*, in *Indiana Journal of Global Legal Studies*, 2003, vol. 10, 383 ss.

⁸⁵ I contratti di alienazione di partecipazioni sociali, almeno quelli più sofisticati, sono muniti di una clausola arbitrale. Cfr. G. DE NOVA, *Il contratto alieno*², *cit.*, 84 ss. L'arbitrato costituisce il metodo di soluzione nettamente prevalente rispetto alla soluzione di controversie relative al trasferimento di partecipazioni azionarie: «Nowadays, arbitration agreements in international and national M&A transactions are rather the rule than the exception», così K. SACHS, *Schiedsgerichtsverfahren über Unternehmenskaufverträge – unter besonderer Berücksichtigung kartellrechtlicher Aspekte*, in *Schieds VZ*, 2004, 123; tra i numerosi studi sull'argomento, v. G. KAUFMANN-KOHLER, A. JOHNSON, *Arbitration of Merger and Acquisition Disputes*, ASA Special Series, 2005, No. 24; A. BROICHMANN, *Disputes in the Fast Lane: Fast-Track Arbitration in Merger and Acquisition Disputes*, in *International Arbitration Law Review*, 2008, 146; A. CARLEVARIS, *L'arbitrato delle controversie relative a contratti M&A*, in A. CRIVELLARO (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie*, *cit.*, 285 ss.; A. VILLA, *Clausole sulle controversie, arbitrati e competenza del giudice ordinario*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011, 747 ss.

⁸⁶ In argomento, v. F. BORTOLOTTI, *La legge applicabile e la giurisdizione*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, *cit.*, 675 ss., cui si rinvia per ulteriori riferimenti rispetto alla tendenza all'autosufficienza dell'operazione contrattuale, *ivi*, 677, nt. 2.

*governing law*⁸⁷) e alla ricostruzione in via interpretativa dell'effettiva portata del regolamento negoziale⁸⁸.

⁸⁷ Rispetto all'eventualità di clausole che conformano la circolazione della partecipazione inserite in contratti parasociali, specie di *tag-along* (sulle quali v., diffusamente, *infra*), non può che rimandarsi all'analisi di A. MAZZONI, *The choice of UNIDROIT Principles as rules of law applicable to international shareholders' agreements*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, 481: «The core originating factor of the difficulties encountered in identifying the proper law of a shareholders' agreement where the parties have failed to include an express choice-of-law clause is a factual datum mentioned at the beginning of this paper, namely the fact that such agreements tend to vary widely as to their content. In fact, it is this potential variety that makes it impossible or at least logically unconvincing to determine, ex ante and in the abstract, i.e., without taking into account the actual contents of a given agreement in a particular case, whether the rationale for applying to it the *lex contractus* is stronger than the rationale for applying to it the *lex societatis*, or *vice versa*. An example may be helpful in clarifying the point I am trying to make. A shareholders' agreement providing for a tag-along right, i.e., for the right of the minority shareholders to co-sell their shares on an equal footing with the majority shareholders if the latter find a purchaser of the company's control, may be plausibly characterized as an agreement dealing exclusively or essentially with the individual property rights and the purely monetary interests of the minority shareholders, so that the most rational proper law for this agreement would appear to be the *lex contractus*, to be identified in accordance with the full panoply of rules of conflict that are applicable to contractual obligations. However, it is much less evident that this would also be the proper conclusion with respect to a shareholders' agreement compelling all the stipulating shareholders to vote as decided by the majority of them prior to the general meeting. Here, the fact that the right that is disposed of is not a purely monetary and individual property right, but rather a collective or class right the exercise of which strongly affects the interests of others (both within the circle of stipulating shareholders and outside it) may arguably cause the pendulum to swing towards the rationale of applying the *lex societatis*, as opposed to applying the *lex contractus*».

⁸⁸ Come spesso si verifica in presenza di modelli contrattuali alieni che aspirino all'autosufficienza, siccome dotati di *merger clauses* (o di *entire agreement clauses*) volte a tenere il testo dell'accordo al riparo da manipolazioni interpretative mediante quelle che, nell'esperienza interna, sono state definite come «tecniche di protezione letterale», cfr. N. IRTI, *Testo e contesto. Una lettura dell'art. 1362 cod.civ.*, Padova, 1996, 57 ss.; si tratta di meccanismi della cui legittimità in tempi risalenti si dubitava (come testimonia il dibattito dottrinale dell'epoca: F. CARNELUTTI, *L'interpretazione dei contratti e il ricorso in cassazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1922, I, 151; G. OPPO, *Profili dell'interpretazione oggettiva del negozio giuridico*, Padova, 1943, 88; A. VERGA, *Errore e responsabilità nei contratti*, Milano, 1941, 240; C. GRASSETTI, *Intorno al principio di gerarchia delle norme di interpretazione*, in *Foro it.*, 1941, I, 512 ss.) e che, invece, già dagli anni Settanta vengono ritenuti una legittima facoltà dell'autonomia privata tendente a restringere l'opera di comprensione del contenuto dell'atto. Rispetto alla contrattualistica angloamericana, v. F. ZICCARDI, *Le norme interpretative speciali*, Milano, 1972, 25; U. DRAETTA, *Il diritto dei contratti internazionali. La patologia dei contratti*, Padova, 1988, 53 ss.; ID., *La Battle of Forms nella prassi del commercio internazionale*, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 1986, 319; H. DUBOUT, *Les clauses d'entire agreement (accord complet) dans les contrats internationaux: intérêt et précautions d'utilisation*, in *Cahiers juridiques et fiscaux de l'exportation*, C.F.C.E., 1989, n. 1, 193 ss.; E.A. FARNSWORTH, *Meaning in the Law of Contracts*, in *Yale Law Journal*, 1967, vol. 76, 939. Dubita della legittimità di tali clausole, G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, 82-83, ove diffusi riferimenti agli studi di Larenz. In tema di *merger clauses*, la letteratura (anche italiana) è vastissima; tra i contributi più recenti: F. CASTRONOVO, *Autonomia contrattuale e disponibilità*

Giova premettere che il fenomeno degli schemi negoziali alieni asserviti alle più variegata operazioni di trasferimento azionario⁸⁹ non può però essere ridotto né sovrapposto a quello dell'atipicità contrattuale di cui all'art. 1322 c.c., poiché alcune di tali pattuizioni possono essere - sia pure parzialmente - ricondotte a strutture negoziali o a frammenti di tipi per i quali, invece, una disciplina specifica è dettata (es. il *sale and purchase agreement*, che ha ad oggetto la cessione di partecipazioni sociali qualificate, partecipa della natura della compravendita; il *sale of business* può essere ricondotto alla cessione di azienda; il *covenant not to compete* può essere assimilato al patto di non concorrenza).

La prospettiva più ampia in cui i contratti alieni si inseriscono è quella di un mondo globalizzato in gran parte dominato dagli interessi economici privati⁹⁰ e, nello stesso

dell'integrazione. La merger clause dal diritto americano a quello italiano, Torino, 2017, ID., *The Americanization of Contract Law: the Merger Clause in the European Perspective*, in *Ann. dir. comp.*, 2017, spec. 620 ss.; G. GITTI – F. DELFINI, *Autonomia privata e tipizzazione contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 471 ss.

⁸⁹ La peculiarità del trasferimento di partecipazioni sociali è confermata - anche sul piano processuale - dalla previsione della competenza delle Sezioni specializzate in materia di impresa ex art. 3, comma 2, lett. b), d. lgs. n. 168 del 2003, per le controversie relative «al trasferimento delle partecipazioni sociali o ad ogni altro negozio avente ad oggetto le partecipazioni sociali o i diritti inerenti». Sul tema, v. Cass., 4 aprile 2017, n. 8738, in *ilsocietario.it*, con nota di G. ROMANO, *Trasferimento di partecipazioni sociali e competenza del tribunale delle imprese*, ad avviso del quale «la stessa espressione cause relative “a ogni altro negozio avente ad oggetto comunque le partecipazioni sociali” risulta talmente generica da non poter essere intesa come limitata alle controversie sulla validità e efficacia del negozio: l'espressione “relativi” quanto alle cause ed ai procedimenti è talmente lata che richiede solo che la controversia abbia un collegamento con il negozio»; P. CELENTANO, *Le sezioni specializzate in materia d'impresa*, in *Società*, 2012, 821; G. NICCOLINI, *A proposito di una massima imprecisa (con una breve chiosa critica e con qualche osservazione sulla competenza del tribunale delle imprese a conoscere delle controversie sul compenso di amministratori e liquidatori di società di capitali)*, in *Riv. dir. impr.*, 2016, 276; ID., *Sulla competenza del tribunale delle imprese in materia di contratti di cessione di partecipazioni societarie*, *ivi*, 2018, 527 ss. M. HOUBEN, *Sulla competenza del tribunale delle imprese in materia di titoli obbligazionari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 364; M. SANDULLI, *La competenza del tribunale delle imprese in materia societaria*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, 8 ss.; per la genesi storica delle sezioni specializzate in materia d'impresa, si rinvia a P. COMOGLIO, *Il giudice specializzato in materia d'impresa. Problemi e prospettive*, Torino, 2014, 111 ss.

⁹⁰ Cfr. N. IRTI, *Norma e luoghi. Problemi di geodiritto*, Roma-Bari, 2001. La riflessione su tali temi non può prescindere dal manifesto metodologico di G. CALABRESI, *The Future of Law and Economics. Essays in Reform and Recollection*, New Haven-London, 2016, *passim*; G. CALABRESI- P. BOBBITT, *Tragic choices*, New York, 1978, *passim*; P. CHIASSONI, *Law and economics. L'analisi economica del diritto negli Stati Uniti*, Torino, 1992; ID., *La terra promessa del Professor Calabresi*, in *Contr. e impr.*, 2016, 608 ss.; G. ALPA, *Il*

tempo, da aree di incertezza, la più nota delle quali è costituita dalla c.d. *lex mercatoria*⁹¹; in tale contesto, gli schemi di compravendita di azioni sono stati plasmati sull'archetipo del *Sale and Purchase Agreement (SPA)* che, ad oggi, continua a costituire il modello *standard* di contratto di acquisizione di partecipazioni sociali⁹², dal momento che consente all'autonomia delle parti massima libertà di scelta - dei contenuti, della legge applicabile, dei rimedi azionabili⁹³ - a differenza della

futuro di Law & Economics: le proposte di Guido Calabresi, ivi, 597 ss.; impostazione, invero, non immune dallo scetticismo anche di alcuni esponenti dell'EAL, cfr. R. POSNER, *Economic Analysis of Law*, Boston-Toronto, 1977, 20 ss.

⁹¹ Sulla genesi della formula *lex mercatoria*, non può che rinviarsi a F. GALGANO, *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contr. e impr.*, 2000, 199 ss.; ID., *Della qualificazione come internazionale del contratto di compravendita di partecipazioni azionarie*, in U. DRAETTA - C. SCOGNAMIGLIO (a cura di), *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, ISDACI, Milano, 3 ss.; ID., *Lex mercatoria*, Bologna, 2001; ID., voce *Lex mercatoria*, in *Enc. dir.*, agg. V, 2001, 721 ss.; F. MARRELLA, *La nuova lex mercatoria*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, XXX, Padova, 2003; C. ANGELICI, *La lex mercatoria e il problema dei codici di commercio*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 361 ss.; G. ALPA, *Il diritto commerciale tra lex mercatoria e modelli di armonizzazione*, in *Contr. e impr.*, 2006, 86 ss.; M. J. BONELLI, *La moderna lex mercatoria tra mito e realtà*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 315 ss.; E. DEL PRATO, *Categorie "internazionalprivatistiche" ed istituti civilistici*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 94 ss.; S. PATTI, *La «globalizzazione» e il diritto dei contratti*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 149 ss. Per il risalente impiego dell'espressione, anche nella letteratura straniera, v. B. GOLDMAN, *Frontieres du droit et la lex mercatoria*, in *Arch. phil. droit*, 1964, 177; R. DAVID, *Il diritto del commercio internazionale: un nuovo compito per i legislatori nazionali o una nuova lex mercatoria?*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, I, 577; U. DRAETTA - R. LAKE - V. NANDA, *Breach and Adaption of International Contracts. An introduction to Lex Mercatoria*, Butterwords, 1992.

⁹² Lo rileva, da ultimo, C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, Milano, 2020, 2 ss., cui si rinvia anche nella parte in cui osserva che il commercio internazionale ha definitivamente visto tramontare il mito della tipicità del contratto sulle ceneri del quale è nata un'altra tipicità, basata sulla prassi, *ivi*, 6, nt. 15; v., *amplius*, G. DE NOVA, *Il sale and purchase agreement: un contratto commentato*, Torino, 2011, *passim*; A. FRIGNANI, *Il contratto internazionale*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, XII, Padova, 1990, 121 ss.; R. CALDARONE - E. FERRERO E., *Il contratto di acquisizione è un contratto atipico?*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 182 ss.; da ultimo, R. ERRICO, *La cessione di quote*, in A. DI AMATO (a cura di), *I contratti di impresa*, Milano, 2020, 1291 ss.

Tra le monografie straniere in tema di acquisizioni azionarie: W.J.L. KNIGHT, *The acquisition of private company*, London, 1989; X. BOUCOBZA, *L'acquisition internationale de société*, Paris, 1998; S.F. REED- A. LAJOUX, *The art of M&A. A merger acquisition buyout guide*, New York, 1999; A. LAJOUX - C.M. ELSON, *The art of M&A due diligence. Navigating critical steps & uncovering crucial data*, New York, 2000; P. MOUSSERON, *Les conventions de garantie dans les cessions de droits sociaux*, Levallois-Perret, 2002; S.M. BAINBRIDGE, *Mergers and acquisitions*⁶, New York, 2003; T.H. MAYNARD, *Mergers and acquisitions: cases, materials and problems*, New York, 2005; R. THOMSON (a cura di), *Sinclair on Warranties and Indemnities on Share and Asset Sales*, London, 2014.

⁹³ Paradigmatica è la *exclusive remedy clause*; cfr. E. GABRIELLI, *Autonomia privata ed esclusione dei rimedi contrattuali. (Brevi spunti di riflessione sulla clausola di exclusive remedy)*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 209 ss., specie ove si valorizza la funzione di prevenzione di conflitti ascritta a tale clausola, *ivi*, 215 ss. Più in

sinteticità, della permeabilità e dell'attitudine all'eterointegrazione dei contratti messi a punto negli ordinamenti di *civil law*⁹⁴ per il raggiungimento delle medesime finalità. Nella sua configurazione essenziale, l'intera vicenda traslativa avente ad oggetto le partecipazioni azionarie ha come baricentro il consenso, posto a servizio dell'interesse delle parti, tanto di quella che effettua l'attribuzione, quanto di quella a profitto della quale l'attribuzione si produce⁹⁵; l'accordo intercorre tra parti professionali dotate, almeno in linea teorica, di pari forza contrattuale⁹⁶, in grado di predisporre un regolamento contrattuale la cui analiticità è massima, in sintonia con l'ambizione all'autosufficienza tipica del contratto alieno. La circostanza, però, che nessuna delle norme del codice civile dettate per la vendita (artt. 1470 ss. c.c.) riguardi la cessione delle partecipazioni azionarie⁹⁷ si riverbera sia sulla sequenza

generale, per l'individuazione delle tutele esperibili in caso di liti originate dalla cessione, v. C. PUNZI, *Le controversie relative alle cessioni e acquisizioni di partecipazioni societarie e le azioni esperibili*, in *Riv. dir. proc.*, 2007, 547 ss.

⁹⁴ Cfr., *amplius*, P. MONTALENTI, *Le acquisizioni societarie tra astrattezza del titolo e patrimonio di riferimento*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 4-5; ID., *Le acquisizioni societarie: profili generali*, in A. BAUDINO (a cura di), *La compravendita di partecipazioni sociali*, Torino, 2009, 21 ss.; ID., *Compravendita di partecipazioni azionarie*, in P. CENDON (a cura di), *Scritti in onore di Rodolfo Sacco*, Milano, 1994, t.2, 768 ss.

⁹⁵ La premessa funzionale, condivisa da chi scrive, è di P. SPADA, *Consenso e indici di circolazione*, cit., 400.

⁹⁶ Tale aspetto è ben chiarito da Trib. Milano, 25 novembre 2010, in *Giur. it.*, 2011, 2323 ss., che, in tema di vendita della partecipazione azionaria, ha precisato che «quando le parti che negoziano un contratto hanno pari forza, esse non sono obbligate a fornirsi completa informazione, dovendo ciascun contraente usare la normale avvedutezza; tuttavia tale obbligazione sorge nel momento in cui una parte impegna a titolo oneroso l'altra a non negoziare con terzi per un tempo determinato».

⁹⁷ Per quanto frammentaria e inidonea a regolare compiutamente una vendita di partecipazioni sociali, l'unica disciplina – in tesi – adattabile all'oggetto del contratto in esame è quella del riporto (art. 1548 ss. c.c.). Del resto, «è notorio che la tutela apprestata dalla disciplina del Codice civile, nel caso di vendita di partecipazioni sociali, non è soddisfacente», D. MAFFEIS, *La vendita di partecipazioni sociali*, in V. ROPPO-A.M. BENEDETTI (diretto da), *Trattato dei contratti*, I, *Vendita e vendite*, Milano, 2014, 88. Deve però darsi conto della proposta di legge n. 1610, presentata alla Camera dei Deputati il 20 settembre 2013, con l'obiettivo di pervenire all'introduzione nel codice civile (e segnatamente fra le norme in materia di vendita) un'apposita sezione dedicata alla «vendita di azienda e di partecipazioni sociali», attuando un «intervento normativo che traduca in concreto la volontà del legislatore di assicurare un tempo adeguato entro il quale risulti «giustiziabile» la pretesa dell'acquirente, affinché quest'ultimo possa ottenere effettiva tutela sulla base delle previsioni contrattuali in ordine alle caratteristiche del bene-azienda o del bene-partecipazione societaria»: sul tema, cfr. M. SPERANZIN-A. TINA, *Una recente proposta legislativa in tema di trasferimento di aziende e di partecipazioni sociali*, in *Società*, 2014, 261.

procedimentale che conduce al perfezionamento della fattispecie traslativa (caratterizzata da una sorta di modularità del vincolo a contrarre⁹⁸, articolata nei due snodi essenziali del *signing* e del *closing* e spesso preceduta da una lettera di intenti⁹⁹) sia sul coordinamento con alcuni principi cardine del diritto dei contratti, primo fra tutti quello dell'efficacia traslativa del consenso (art. 1376 c.c.)¹⁰⁰, anche alla luce della controversa ricostruzione della natura dell'oggetto del contratto (i.e. la partecipazione sociale¹⁰¹) e dell'individuazione del momento in cui il trasferimento della proprietà azionaria si compie¹⁰². In ogni caso, ove i contraenti abbiano

⁹⁸ Per completezza di analisi e condivisibilità delle soluzioni pratiche proposte, si rinvia agli studi di: F.L. GAMBARO, *Mergers & acquisitions. La formazione progressiva dei contratti di acquisizione e dismissione*, Milano, 2013, 39 ss.; T.M. UBERTAZZI, *Il procedimento di acquisizione di imprese*, Padova, 2008, 226 ss. Modularità che emerge con chiarezza anche sul piano documentale (*memorandum of understanding, standstill agreement, exclusivity agreement, confidentially agreement, letter of intent, term sheet*), come testimoniato da E.A. FARNSWORTH, *Precontractual Liability and Preliminary Agreements: Fair Dealing and Failed Negotiations*, in *Columbia Law Review*, 1987, vol. 87, 218 ss.

⁹⁹ La verbalizzazione delle intese raggiunte e la regolamentazione della condotta delle parti in vista della conclusione dell'accordo sono le questioni di fondo analizzate nello studio di S. TERSILLA, *La lettera di intenti nella trattativa per l'acquisizione di un pacchetto azionario di riferimento*, in *Dir. comm. int.*, 2003, 501 ss.; ID., *La due diligence per l'acquisizione di un pacchetto azionario di controllo di una società non quotata in borsa: obblighi di informazione e responsabilità dei soggetti coinvolti*, *ivi*, 2002, 969 ss., cui si rinvia anche per i modelli contrattuali riportati in appendice

¹⁰⁰ C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, *cit.*, 15, secondo la quale «la stipula del *Sale and Purchase Agreement* [...] potrebbe, invero, esser letta come una deroga al principio (espresso dall'art. 1376 c.c.) dell'efficacia traslativa del consenso, implicante la configurabilità di una variante atipica del modello legale della vendita», *ivi*, nt. 40.

¹⁰¹ Per una accurata analisi delle varie ricostruzioni proposte (diritto reale del socio sui beni del patrimonio sociale o sull'azienda, diritto di credito vantato nei confronti della società, diritto *sui generis* del socio verso la società, ibrido tra diritti reali e diritti di credito, posizione composita assoggettata alla disciplina di cui agli artt. 1406 ss. c.c.), v. F. FEZZA, *La vendita di partecipazioni sociali*, in V. BUONOCORE – A. LUMINOSO – G. FAUCEGLIA (a cura di), *Codice della vendita*, Milano, 2018, 438 ss.; per una compiuta disamina della equiparazione della posizione del socio a quella di creditore della società, v. G.C.M. RIVOLTA, *Partecipazione sociale e rapporti obbligatori*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, I, 357 ss.

¹⁰² Si fronteggiano, sul punto, due macro-orientamenti. Il primo, nettamente prevalente, è quello riconducibile ai fautori della teoria del c.d. trapasso consensuale: W. BIGIAMI, *Il trasferimento dei titoli di credito*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1950, I, 1 ss.; A. FIORENTINO, *La «consegna» nell'alienazione dei titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1948, I, 131; G. FERRI, *Presupposti dell'efficacia traslativa nell'alienazione di diritti incorporati in titoli nominativi*, *ivi*, 1949, II, 222 ss.; G. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, *cit.*, 51; P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 1992, 44, secondo il quale la negazione dell'efficacia traslativa del consenso finirebbe per creare «antagonismi sterili tra realtà socioeconomica e paradigmi giuridici»; G. PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, 1997, 50 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Torino, 1999, 100 ss.; M.

assoggettato alla legge italiana il trasferimento delle partecipazioni sociali, questo verrà disciplinato al pari di un normale contratto di compravendita, in quanto tale regolato dalle previsioni degli artt. 1470 ss. c.c., e dunque si determinerà un subingresso dell'acquirente nel rapporto dell'alienante con la società¹⁰³; tuttavia, al di là della risposta – affermativa, a parere di chi scrive – in merito alla possibilità di qualificare la cessione di partecipazioni sociali come una variante atipica della vendita¹⁰⁴, il cui perfezionamento dipende dalla realizzazione di una serie di

STELLA RICHTER JR., *Autenticità dell'atto di acquisto e trasferimento di titoli azionari: parere per la verità sull'art. 2022 c.c.*, in *Riv. not.*, 2016, 354. Per la tesi realistica, minoritaria e criticata per la commistione tra titolarità e legittimazione su cui si regge, nonché per la funzione costitutiva attribuita alla *traditio*, si rinvia a: T. ASCARELLI, *Titolarità e legittimazione del diritto cartolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, 531; F. CARNELUTTI, *Titoli di credito*, *ivi*, 1933, I, 248; L. MENGONI, *L'acquisto «a non domino»*, Milano, 1949, 270. Per un'impostazione mista, basata sulla reciproca implicazione tra consensualità e realtà, v. F. GALGANO, *Il concetto di titoli di credito*, in *Contr. e impr.*, 2009, 301 ss. Alla tesi prevalente si allinea anche la giurisprudenza di legittimità (tra le tante, Cass., 20 gennaio 2017, n. 1588, in *Foro it.*, 2017, 3701 ss.), che scinde tra il trasferimento del diritto portato dal titolo (attuato sulla scorta del principio consensualistico di cui all'art. 1376 c.c.) e la legittimazione all'esercizio dei diritti cartolari (che postula, invece, il rispetto delle formalità imposte dalle singole leggi di circolazione dei titoli di credito).

¹⁰³ E ciò a prescindere dal fatto che il rapporto sia incorporato in titoli azionari, ovvero sia rappresentato dalla quota ideale del capitale sociale del socio alienante, così V. SALAFIA, *Circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Società*, 2014, 1178; cfr., *amplius*, A. PAVONE LA ROSA, *Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 249 ss.

¹⁰⁴ Che l'atipicità rappresenti la cifra caratteristica, nell'ordinamento interno, di siffatte operazioni di trasferimento, emerge anche da una recente presa di posizione della giurisprudenza che ha qualificato le rappresentazioni e garanzie del venditore di partecipazioni sociali alla stregua di un patto di garanzia atipico: Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, in *Corr. giur.*, 2015, 324 ss., con nota critica di M. STELLA, *Le business warranties nell'intreccio tra garanzie edilizie, prescrizione e decadenza*; secondo l'A. «*de business warranties non danno vita ad alcunché di atipico*», *ivi*, 334, nella misura in cui ricalcano schemi e funzioni tipiche della garanzia redibitoria; per un'analisi dei vari orientamenti giurisprudenziali formati sul tema, v. M. ROLI, *Prescrizione e decadenza delle domande basate su violazione delle contractual warranties*, in A. CRIVELLARO (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie*, *cit.*, 139 ss. In argomento, v. App. Milano, 5 luglio 1935, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1937, II, 86 ss., con nota di S. PUGLIATTI, *Vendita di azioni e garanzia per evizione*; L. MENGONI, *Profili di una revisione della teoria sulla garanzia per i vizi nella vendita*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, 24 ss.; P. SCHLESINGER, *Riflessioni sulla prestazione dovuta nel rapporto obbligatorio*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1959, I, 1273 ss. Andrebbe ora verificata la tenuta delle soluzioni sedimentate in giurisprudenza alla luce della duplice presa di posizione in tema di garanzia per vizi nei contratti di vendita di Cass., sez. un., 3 maggio 2019, n. 11748, in *Contratti*, 2019, 378 ss., con nota di T. DALLA MASSARA, *L'onere della prova dei vizi del bene venduto al vaglio delle Sezioni Unite: resistenza e resilienza del modello della garanzia*, e di Cass., sez. un., 11 luglio 2019, n. 18672, in *Foro it.*, 2019, 3116 ss., con nota di R. PARDOLESI – M. MAGLIULO, *Sull'interruzione della prescrizione della garanzia per vizi nella compravendita*. In giurisprudenza, i *leading cases* che si sono occupati della natura giuridica delle garanzie nella compravendita di partecipazioni sociali sono App. Genova, 6 novembre

condizioni e di adempimenti ulteriori posti in essere dalle parti, l'alienità degli schemi traslativi asserviti alla circolazione della partecipazione azionaria testimonia, una volta di più, l'inadeguatezza delle norme codicistiche¹⁰⁵ a governare vicende traslative foggiate nella prassi degli affari e, spesso, conferma un vero e proprio

1964 (inedita) e Cass., 10 febbraio 1967, n. 338, in *Foro it.*, 1967, I, 966 ss.; per le tesi prevalenti nella giurisprudenza successiva, v. G. Buset, *Vendita di partecipazioni sociali di «controllo» e garanzie patrimoniali: rassegna critica*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, II, 363-365; cfr. anche App. Roma, 5 marzo 2011, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1015 ss., con nota di A. Tina, *La natura giuridica delle clausole di garanzia nel trasferimento di partecipazioni societarie*.

¹⁰⁵ Massimo punto di emersione di tale inadeguatezza è la disciplina delle garanzie, ormai soppiantata dal proliferare di clausole congegnate sul modello delle *representations and warranties clauses* di *common law*; tra gli studi più significativi sul tema, anche per ulteriori riferimenti bibliografici: C. D'Alessandro, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003, 16 ss.; M. Cassottana, *Rappresentazioni e garanzie nei conferimenti d'azienda in società per azioni*, Milano, 2006, 107 ss.; C. Angelici, *Vendita di azioni rappresentanti «cielo azzurro» e tutela del compratore*, in *Casi e materiali di diritto commerciale. Società per azioni*, Milano, 1974, 209 ss.; M. Speranzin, *Vendita della partecipazione di «controllo» e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, 91 ss.; A. Tina, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007, 294 ss.; P. Trimarchi, *Le garanzie contrattuali nell'acquisto di partecipazioni sociali*, in *Studi in onore di G. De Nova*, a cura di G. Gitti, F. Delfini e D. Maffei, IV, Milano, 2015, 3041 ss., nonché in *Giur. comm.*, 2016, I, 5 ss.; F. Bonelli, *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento: le garanzie del venditore*, in *Dir. comm., int.*, 2007, 294 ss.; S. Erede, *I contenuti tipici dei contratti di compravendita internazionale di partecipazioni societarie: representations, indemnities, legal opinions*, in U. Draetta – C. Scognamiglio (a cura di), *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie, cit.*, 56 ss.; S. Ambrosini, *Trasferimento partecipazioni azionarie, clausole di indemnity e contratto per persona da nominare*, in *Contr. e impr.*, 1996, 898 ss.; N. Carta, *Vizi occulti nella vendita di azioni ed obbligazioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, 463 ss.; G. Salatino, *«Patto di garanzia» nel contratto di acquisizione («Sale Purchase Agreement»)*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 891 ss.; ID., *La «clausola indennitaria» nel contratto di acquisizione («Sale Purchase Agreement»)*, in *Riv. not.*, 2017, 295 ss.; T. Dalla Massara, *Garanzie convenzionali in tema di cessione di partecipazioni: una proposta ricostruttiva*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 1182 ss., cui si rinvia per ulteriori riferimenti, *ivi*, 1185, nt.6; C. Confortini, *Clausole di rappresentazione e garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, 569 ss.; M. Rubino Sammartano, *Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese*, Milano, 2006, *passim*; G. Iorio, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006, *passim*; L. Ponti – M. Masetti, *La vendita garantita delle partecipazioni sociali*, Padova, 1997, *passim*. Per una sintesi degli indirizzi giurisprudenziali più recenti, v. Giul. Terranova, *Le garanzie nella cessione delle partecipazioni sociali nella recente giurisprudenza italiana*, in *Riv. dir. banc.*, 2015, 1 ss.; e, in tema di azionabilità della tutela, V. Colesanti, *Divagazioni processuali in tema di dichiarazioni di garanzia e legittimazione all'indennizzo nella vendita di «pacchetti azionari»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, 128 ss.; rispetto alle implicazioni fiscali relative all'autonomo assoggettamento a tassazione delle clausole di dichiarazione e garanzia rispetto all'atto di cessione delle partecipazioni, v. Cass., sez. trib., 19 ottobre 2012, n. 17948, in *Riv. trim. dir. trib.*, 2013, 674 ss., con nota di D. Canè, *Cessione di partecipazioni e clausole di garanzia*.

ribaltamento di prospettiva¹⁰⁶, a tutto favore di meccanismi rodati negli ordinamenti di *common law*, soprattutto sul versante rimediabile¹⁰⁷.

Così delineati i tratti essenziali dello schema contrattuale di principale rilevanza delle operazioni di trasferimento di partecipazioni sociali (*SPA*), la cui compatibilità con l'ordinamento societario e civilistico interno non può ormai essere seriamente revocata in dubbio¹⁰⁸, deve ora considerarsi l'eventualità in cui, invece, solo alcune clausole isolate siano il risultato di prassi elaborate in altri ordinamenti; queste, sempre con sempre maggiore frequenza, vengono trasfuse in statuti o patti parasociali, contaminandoli di alienità e attuando, di fatto, un vero e proprio *legal transplant*¹⁰⁹, talora non privo di crisi di rigetto. Del resto, il diritto societario, e ancor più quello commerciale, è fin dalle origini ritenuto un diritto di formazione anche spontanea e tendenzialmente sovranazionale¹¹⁰, che da sempre si alimenta del confronto comparatistico, funzionale ad attenuare le difficoltà di coordinamento legate all'assenza di una disciplina legislativa domestica di tali meccanismi innovativi¹¹¹; non deve poi trascurarsi che in ragione dell'autonomia riconosciuta ai

¹⁰⁶ Cfr. D. MAFFEIS, *La vendita di partecipazioni sociali: natura, contenuto, tipi*, in P. SIRENA (a cura di), *Vendita e vendite. Trattato dei contratti*, diretto da V. Roppo, I, Milano, 2014, 835, il quale ravvisa nel modello alieno della vendita di partecipazioni un vero e proprio rovesciamento del principio del *caveat emptor*, «perché il problema essenziale è tutelare il compratore».

¹⁰⁷ Alla diversa portata del principio del *caveat emptor*, si affiancano la *doctrine of non disclosure* e, in generale, una diversa valutazione delle asimmetrie informative; per una dettagliata disamina di tali profili e per l'accuratezza dei riferimenti bibliografici ivi riportati, cfr. C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, *cit.*, 103-145; per il nesso di reciproco condizionamento che intercorre tra *due diligence* e clausole di garanzia, v. C. D'ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, *cit.*, 7, nt. 7; L. BRAGOLI, *La due diligence legale e i suoi riflessi contrattuali*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, *cit.*, spec. 76 ss.

¹⁰⁸ Non è priva di rilievo l'affermazione - sia pur circoscritta all'aspetto della determinazione del prezzo in sede di trasferimento di titoli azionari - di G. IUDICA, *Il prezzo nella vendita delle partecipazioni azionarie*, in *Riv. soc.*, 1991, 770 ss., secondo il quale «non pare essersi sin qui sviluppata una "via italiana" al contratto di compravendita di pacchetti azionari. Il modello che semmai va imponendosi, pure in Italia, è quello anglosassone».

¹⁰⁹ Secondo la formula ormai invalsa nella prassi coniata da A. WATSON, *Legal Transplants: An Approach to Comparative Law*, Edinburgh, 1974.

¹¹⁰ Per tutti, L. MOSSA, *Scienza e metodi del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1941, I, 97 ss.

¹¹¹ Solo in isolate occasioni tali clausole sono state oggetto di attenzione da parte della giurisprudenza (v. *infra*); in dottrina, per un richiamo alla recente diffusione delle clausole di covendita come paradigma dell'apertura del diritto societario alla prassi e alle regole contrattuali elaborate in altri ordinamenti, cfr. M. SPERANZIN, *Un nuovo ordine delle fonti del diritto commerciale*, *cit.*, 1180.

soci, tra le fonti private non può che annoverarsi lo statuto delle società azionarie¹¹², risultato della scelta di autovincolo dei soci che, in quanto strumento di organizzazione dell'attività d'impresa, non esaurisce i suoi effetti a livello endosocietario ma incide anche sugli interessi dei terzi. Dovrà infatti verificarsi, proprio nella sede statutaria, quali siano i margini di compatibilità¹¹³ di clausole e patti alieni, perché è proprio sullo statuto che tali nuove strutture giuridiche –ormai munite di un certo grado di tipicità sociale - vanno ad innestarsi con minore semplicità rispetto a quanto avviene sul versante delle convenzioni parasociali.

Pur essendo costante il risultato finale che esse attuano, cioè il mutamento della titolarità soggettiva della partecipazione sociale, non può prescindersi dalla distinzione tra contratti di compravendita di «pacchetti» di controllo o di riferimento e contratti volti ad attuare la cessione dell'intera partecipazione azionaria (tali da determinare un'acquisizione totalitaria¹¹⁴); le due vicende, come si vedrà, non si risolvono sul piano interno della conformazione dei rapporti contrattuali tra le parti coinvolte ma generano implicazioni aventi rilevanza esterna connesse, soprattutto nella prima ipotesi, alla tutela degli azionisti di minoranza e alla risoluzione di potenziali conflitti.

4. Partecipazione di controllo e partecipazione totalitaria

¹¹² Ai limitati fini interpretativi, si noti l'equiparazione operata dall'art. 2377 c.c. tra lo statuto di s.p.a. e la legge (previsione analoga è dettata per le s.r.l. dall'art. 2479-ter c.c.).

¹¹³ È stato di recente osservato da F. CASTRONOVO, *Tecniche di redazione del contratto dal common law statunitense al diritto italiano: conseguenze sul piano della prova del contratto nel nostro ordinamento*, in *Contr. e impr.*, 2019, 773-774, che tale «trasposizione di strumenti giuridici, sempre più diffusa, impone l'utilizzo del metodo comparatistico per comprendere come tali modelli - e più esattamente le clausole in essi inserite - reagiscano una volta sottoposti alle regole del nostro ordinamento», così da «indirizzare l'analisi verso soluzioni che consentano la loro armonizzazione con le norme italiane che vi si applicano».

¹¹⁴ Il fenomeno dell'acquisizione totalitaria (e, per converso delle dismissioni) è alla base delle osservazioni sulla negoziabilità delle partecipazioni formulate da P. SPADA, *Diritto commerciale, II, Elementi*, Padova, 2009, 149, e delle corrispondenti espressioni (ivi riportate) «del linguaggio dell'uomo della strada: “si è venduto” o “comprato la società Alpha”».

È unanimemente riconosciuto¹¹⁵ che la polisemia del termine sia dato di partenza ineludibile di ogni indagine in tema di partecipazione azionaria, al pari del fatto che oggetto dell'attribuzione traslativa è la partecipazione in sé e non una frazione o la totalità del patrimonio sociale¹¹⁶; deve parimenti convenirsi che la cessione della partecipazione ha ad oggetto la posizione contrattuale di socio, che ricomprende e sintetizza le situazioni giuridiche che trovano la loro fonte nel contratto sociale¹¹⁷, identificando un fascio di diritti patrimoniali, di poteri, di facoltà, di soggezioni¹¹⁸, di cui l'azionista è titolare nei confronti della società (*status socii*)¹¹⁹. La prospettiva non muta nel caso di pacchetti azionari, occorrendo solo una cautela ulteriore che metta in guardia dal rischio di compromessi verbali¹²⁰ dettati, per un verso, dalla tendenza

¹¹⁵ Tra i tanti, per tale affermazione, C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, cit., 99 ss.

¹¹⁶ «L'azione, per vero, non è la partecipazione sociale [...] quanto invece l'unità di misura della partecipazione stessa», così M. BIONE, *Le azioni*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, II, Torino, 1991, 4.

¹¹⁷ Per tutti, F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 85 ss. Detto altrimenti, nella singola partecipazione sociale vengono trasfusi, sia pur su scala ridotta, tutti gli elementi che compongono la comunione di interessi societaria che si attua per tramite del contratto di cui all'art. 2247 c.c.

¹¹⁸ È su tale base che prende forma quello che è stato definito un «enigma», un «paradosso»: «da un lato infatti – vista, così per dire, dall'interno – la partecipazione sociale mostra una fitta vegetazione di situazioni soggettive non solo diverse ed eterogenee, ma dotate ciascuna di una propria spiccata individualità e autonomia (il che, almeno a prima vista, parrebbe porre seri ostacoli al tentativo di farle passare, in un modo o nell'altro, come mere sfaccettature di un unico prisma, o aspetti parziali di una maggiore e più complessa entità); [...] D'altro lato – contemplata cioè, questa volta, dall'esterno – quella stessa partecipazione sociale ci si presenta come un'unità, semplice, incomposta, compatta (ero anzi per scrivere: graniticamente compatta)», così F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 100, cui si rimanda anche per la spiegazione dell'attitudine delle vicende circolatorie a determinare un fenomeno di metamorfosi, di «condensazione» delle situazioni soggettive del socio, *ivi*, 104.

¹¹⁹ L'idea traspare già in T. ASCARELLI, *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 36 ss., il quale discorre di «una posizione, un presupposto, uno *status*: dal quale [...] derivano, da un lato, doveri (in relazione alla liberazione delle azioni) e, dall'altro, diritti di carattere patrimoniale (ad es., il diritto alla quota di liquidazione) e non patrimoniali (ad es., il diritto di informazione, il diritto di partecipare all'assemblea), e poteri (come quello di votare in assemblea)».

¹²⁰ Da ultimo, cfr. G. TERRANOVA, *Il diritto e il suo linguaggio. Metodi, teorie, parole del diritto commerciale*, Milano, 2020, spec. 201 ss.; ID., *Significato e senso nel diritto: una proposta conciliativa*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 420 ss.; ID., *La struttura delle situazioni soggettive: contributo ad una semantica dell'obbligo*, in *Europa e dir. priv.*, 2002, 511 ss.

alla reificazione delle nozioni sintetiche¹²¹ e, per altro verso, dalla considerazione della partecipazione in sé come formula ellittica di rappresentazione di un insieme di oggetti; da ciò discende che anche nel caso di partecipazione pluriazionaria, e dunque a maggior ragione rispetto al pacchetto di riferimento¹²², si deve respingere la tendenza a considerare lo stesso come una entità diversa dalla singola partecipazione facendo leva solo sulla differente consistenza quantitativa. E ciò per almeno un duplice ordine di considerazioni: in primo luogo, l'elemento che avvince più azioni che vanno a formare un pacchetto coincide solo con la titolarità che di esse abbia un unico soggetto in un determinato momento; in secondo luogo, la descritta circostanza, da declinarsi in termini di imputabilità esteriore del pacchetto azionario¹²³ ad un determinato titolare, non cementa sul piano interno - e a livello oggettivo - le azioni che formano il pacchetto stesso¹²⁴. Per tali ragioni, potrebbe affermarsi che la nozione stessa di pacchetto azionario¹²⁵ identifica - come osservato

¹²¹ Si consideri il *caveat* di F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 106, e il successivo richiamo alle osservazioni di J. Stuart Mill, *ivi*, 110, nt. 86; reificazione che si riverbera, con ricadute negative, anche sul versante linguistico, cfr. G. TERRANOVA, *Elogio dell'approssimazione*, Pisa, 2017, 34 ss.

¹²² Cui si possono estendere, a parere di chi scrive, le perplessità di F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 111, in ordine alla considerazione della quota come «ectoplasma» partorito dalla mente dell'osservatore ovvero, mutuando l'icastica formula di C.K. OGDEN – I.A. RICHARDS, *The Meaning of Meaning (A study of the Influence of Language upon Thought and of the Science of Symbolism)*¹⁰, London, 1956, 96, di un «phantom due to the refractive power of the linguistic medium».

¹²³ Per una risalente smentita alla qualificazione del pacchetto azionario come *universitas*, v. L. MENGONI, *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, 436 ss.; E. SIMONETTO, *Successione ereditaria e plusvalore della partecipazione azionaria di controllo*, in *Riv. soc.*, 1960, 684-685; G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958, 119.

¹²⁴ Sulla non equiparabilità dell'elemento di coesione tra le varie situazioni soggettive componenti l'azione al legame delle singole azioni componenti la quota si veda, ancora, F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 120; l'A. chiarisce che «nell'azione la connessione fra le diverse situazioni soggettive componenti preesiste (concettualmente, s'intende) alla loro imputazione in capo ad un unico soggetto: anzi gli elementi dell'azione *devono* far capo ad un unico soggetto proprio perché sono connessi. Le azioni che compongono un pacchetto, viceversa, sono connesse (e in un senso comunque molto più debole) perché ed in quanto fanno capo ad uno stesso socio. Nel primo caso, insomma, il far capo ad uno stesso soggetto è l'*effetto* della connessione, nel secondo caso ne è la *causa*», *ivi*, 121.

¹²⁵ Formula alla quale ben si attaglia il monito di G. CALABRESI, *A Common Law for the Age of Statutes*, Cambridge Massachussets, 1982, 31, secondo il quale «words do not interpret themselves».

da alcuni - una metafora¹²⁶, della quale ci si avvale per giustificare, con maggiore semplicità (sul piano empirico più che su quello teorico) una vicenda traslativa avente ad oggetto partecipazioni qualificate¹²⁷. Occorre allora prendere le mosse dalla relatività¹²⁸ di tale concetto e dalle difficoltà ricostruttive che lo stesso sottende sia con riguardo alla disorganicità del dato normativo¹²⁹ sia in base alla rilevanza degli interessi tutelati dall'ordinamento, precisando che nel corso di tale ricerca ogni riferimento al "controllo" dovrà intendersi riferito sia al controllo di fatto sia al controllo di diritto (art. 2359 c.c.¹³⁰). Ci si allinea dunque all'idea secondo la quale il

¹²⁶ Annotava il pacchetto azionario tra le metafore ormai fatte proprie dalla nomenclatura scientifica, F. MURINO, *Elasticità della lingua e rigore del discorso giuridico in G.C.M. Rivolta*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 968, cui si rinvia per ulteriori riferimenti.

¹²⁷ Per una accurata indagine sulla partecipazione del socio e per le varie sfumature semantiche che questa assume nell'ordinamento delle società azionarie, v. M. ONZA, "Partecipare": significati e ipotesi nel diritto delle società azionarie (note preliminari sulla "partecipazione del non socio"), in *Riv. dir. comm.*, 2018, 635 ss.; spunti già in ID., *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 709 ss.

¹²⁸ Il carattere variabile del concetto di controllo in rapporto alle varie discipline in cui viene in rilievo è sottolineato già da B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 151, 161. Su un piano più generale, S. PUGLIATTI, *La logica e i concetti giuridici*, in *Riv. dir. comm.*, 1941, I, 197 ss., ove però si precisa che il riconoscimento della relatività dei concetti giuridici non deve condurre alla loro svalutazione, *ivi*, 204; per una ricostruzione della disputa metodologica in cui tale tesi si inserisce, si rinvia a N. IRTI, *La polemica sui concetti giuridici*, in *Nichilismo giuridico*³, Roma-Bari, 2005, 53 ss. Problematicità dei concetti che si riverbera anche sulla ambiguità di alcune definizioni, come sottolineato da A. BELVEDERE, *Il problema delle definizioni nel codice civile*, Milano, 1977, 25 ss.

¹²⁹ In tempi ormai risalenti non si è mancato di osservare che, riguardo al contenuto e all'ampiezza della nozione di partecipazione nella norma definitoria del controllo fra società (art. 2359 c.c.), la ricostruzione della partecipazione come titolarità di una frazione del capitale sociale non osta all'affermazione per cui il controllo su una società possa far capo ad un'altra società, la quale possiede nella prima una partecipazione a titolo di pegno o di usufrutto, senza che la dissociazione tra titolarità della partecipazione e legittimazione all'esercizio del voto possa incidere in negativo; cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Obblighi di comunicazione e concetto di partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, 233 ss.

¹³⁰ Per la genesi storica della norma, v. M. LAMANDINI, *Il "controllo". Nozioni e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995, 19 ss.; a tale lavoro monografico si rinvia anche per la «struttura logico-costruttiva» dell'«influenza dominante o determinante» in rapporto al potere di determinazione dell'azione gestoria, *ivi*, 57 ss. L'art. 2359 c.c., lo si precisa, non può ritenersi disposizione di portata generale: M. NOTARI, *La nozione di "controllo" nella legislazione antitrust*, Milano, 1996, 217 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nelle leggi antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 457 ss. Più di recente, M. CISTARO, *Il mercato del controllo societario. Note per una teoria generale della libera concorrenza*, Milano, 2015, 35 ss. In tempi più risalenti, v. C. PASTERIS, *Il "controllo" nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Milano, 1957, *passim*.

trasferimento della partecipazione di controllo di una società designa, come autorevolmente sostenuto, un'area problematica¹³¹, refrattaria ad essere inquadrata in schemi unitari¹³², siccome la vicenda traslativa non si esaurisce nelle questioni interne relative ai rapporti tra alienante e acquirente della partecipazione ma involge problemi più ampi¹³³, fra i quali si annoverano le implicazioni connesse alla perdita dello *status socii* e le istanze di tutela delle minoranze azionarie¹³⁴.

Contigua alla cessione del pacchetto di controllo¹³⁵, anche per l'affinità di ricadute pratiche, è la diversa vicenda del raggruppamento di azioni, operazione strumentale

¹³¹ L'affermazione, qui pienamente condivisa, si rinviene in M. STELLA RICHTER JR., "Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, Milano, 1996, 4, cui si deve non solo il primo studio organico delle questioni interne ed esterne che il rapporto di trasferimento genera, ma anche la proposta di una serie di soluzioni che ancora oggi confermano la loro tenuta e che hanno contribuito al progressivo distacco delle riflessioni sul tema dall'«americanizzazione» che tradizionalmente le connotava, *ivi*, 37.

¹³² Lo dimostrano le peculiarità che il contratto di trasferimento del pacchetto di controllo assume in seno alle procedure concorsuali, anche in ragione delle incongruenze che il dato normativo presenta (art.106 l. fall.) e che non sono state risolte neppure dal Codice della crisi e dell'insolvenza (art. 215, d.lgs. 14/2019); peculiarità che si amplificano rispetto al caso in cui il contratto avente ad oggetto la cessione di partecipazioni risulti pendente. Per una sintesi delle varie implicazioni, v. O. CAGNASSO – C. SARACINO, *Il contratto di trasferimento di pacchetti di controllo e le procedure concorsuali*, in *Nuovo dir. soc.*, 2010, spec. 60 ss.; invece, per una valutazione del sistema statunitense circoscritta all'ambito di applicazione delle procedure di *reorganization* di cui al Chapter 11 del *Bankruptcy Code*, v. B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il dibattito statunitense sulla attualità della procedura di Chapter 11*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 597 ss., cui si rinvia anche per gli approfondimenti della dottrina della *diverse ownership interests*.

¹³³ Si pensi alle questioni inerenti alla sorte dei rapporti di lavoro, cfr. L. GUAGLIANONE, *Cessione di pacchetto azionario di controllo e trasferimento d'azienda*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993, 661 ss.

¹³⁴ Conserva intatta la sua validità la definizione delle coordinate della questione operata da T. ASCARELLI, *Sulla protezione delle minoranze nelle società per azioni (a proposito di un recente libro)*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, I, 735 ss. (rec. a R. DAVID, *La protection des minorités dans les sociétés par actions*, Paris, 1929).

¹³⁵ In via preliminare, sul concetto di controllo (di diritto e di fatto), vale la pena riportare un passo estrapolato da A. BERLE JR. - G. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, trad. it., Torino, 1966, 69 ss., dal quale si desumono non solo i casi contemplati dall'art. 2359 c.c., ma anche il progressivo ampliamento della nozione di controllo su impulso della legislazione euro-unitaria: «poiché la direzione dell'attività d'una società è esercitata a mezzo del Consiglio di amministrazione, si può dire a tutti gli effetti pratici che il controllo è nelle mani di quella persona singola o di quel gruppo che ha il potere di scegliere il Consiglio d'amministrazione (o la sua maggioranza), sia avvalendosi delle facoltà appositamente attribuite a tale scopo (per effetto del diretto "controllo" della maggioranza dei voti o mediante particolari strumenti giuridici), sia esercitando pressioni atte ad influire su chi materialmente compie tale scelta. Talvolta un certo controllo è attuato non per mezzo della scelta degli amministratori, ma con l'imporre ad essi una linea di condotta, come avviene quando una banca determina le scelte e il comportamento di una società fortemente indebitata verso di essa [*l'ipotesi sarebbe riconducibile alla previsione del controllo di fatto contrattuale, art. 2359, comma 1, n. 3, corsivo nostro*]. Nella

a consentire alla società di accrescere il valore nominale delle azioni attraverso l'aggregazione di plurime partecipazioni in una nuova, avente valore multiplo rispetto a quella preesistente (oppure tramite aumento di capitale gratuito senza emissione di nuove azioni, *ex art. 2442, comma 3, c.c.*), e che, superate le riserve del passato¹³⁶, risulta oggi ammissibile¹³⁷ purché non degeneri in una prevaricazione

maggior parte dei casi, tuttavia, avendo individuato coloro che hanno il potere di scegliere gli amministratori, si può dire di aver identificato coloro che praticamente hanno il 'controllo'. Come ricorda R. WEIGMANN, *Verso una definizione di srl controllata*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, 30 ss., nt. 6, «il libro fu stampato nel 1932 e per il cinquantenario *The Journal of Law & Economics* dedicò il suo fascicolo XXVI del giugno 1983 ad un'interessante raccolta di saggi, presentati da alcuni dei più illustri economisti ad un convegno sponsorizzato da *The Hoover Institution*. Hessen, "*The Modern Corporation and Private Property: A Reappraisal*", *ivi*, 273 ss., 280 ss., racconta un curioso episodio sulla fortuna editoriale del libro. Esso infatti fu inizialmente dato alle stampe da un piccolo editore di Chicago, specializzato in diritto e finanza, la Commerce Clearing House, ma non ebbe particolare risonanza. Senonché un alto dirigente della General Motors lo lesse, rimase offeso dalle tesi sviluppate dai due autori e si lamentò colla Corporation Trust Company, proprietaria della casa editrice, la quale, timorosa di perdere un così grosso cliente, cedette diritti e piombi all'editore Macmillan, che ne curò un'ampia diffusione, tanto che quasi subito Berle fu chiamato fra i consiglieri del presidente F.D. Roosevelt». Tra gli studi italiani coevi alle indagini condotte negli USA, v. E. FINZI, *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 412 ss.; per una ricostruzione della fattispecie nella legislazione speciale, P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, 1 ss.; G. MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 5.

¹³⁶ L'impostazione contraria all'ammissibilità del raggruppamento azionario si fondava sulla chiusura rispetto a qualunque sacrificio dello *status socii*, suffragata dalla nota posizione di V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, *cit.*, 170 ss., in ordine all'intangibilità del diritto alla qualità di socio, ovvero del «diritto a restare in società finché vuole», *ivi*, 186; cfr. T. ASCARELLI, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1950, I, 78 ss.; *Id.*, *Indivisibilità dell'azione e aumento di capitale*, *ivi*, 1955, 42 ss.; G. ROMANO PAVONI, *Aumento di capitale con nuovi conferimenti, aumento del valore nominale e raggruppamento di azioni*, in *Foro pad.*, 1953, I, 951, per un caso di aumento di capitale mediante rivalutazione delle azioni già in circolazione (senza modificazione dell'atto costitutivo); A. LOVATO, *Il raggruppamento delle azioni nella società per azioni*, in *Riv. not.*, 1967, 7 ss.; C. GIANNATTASIO, *Sulla validità del raggruppamento di azioni in presenza di resti*, in *Giust. civ.*, 1969, I, 1383-1384.

¹³⁷ Le prime aperture si registrano in B. VISENTINI, *Sul frazionamento e sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1960, I, 14 ss.; successivamente, si veda la ricognizione casistica di F. TEDESCHI, *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, in *Giur. comm.*, 1979, I, spec. 702 ss.; M. STELLA RICHTER JR., «Collegamento» e «raggruppamento» delle azioni di società, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 436 ss., cui si rimanda soprattutto per l'attenzione dedicata alla distinzione tra raggruppamento necessario e raggruppamento c.d. incidentale o indiretto e per l'idea secondo la quale la singola azione non deve essere sempre considerata una monade, indipendente dalle altre partecipazioni azionarie. Per un'impostazione forse fin troppo largheggiante, v. N. ROBIGLIO, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987, 842; trapela cautela anche in giurisprudenza, v. Cass., 17 novembre 2005, n. 23269, in *Mass. giur. it.*, 2005, 200, ove si sostiene che il raggruppamento debba preferibilmente evitare il formarsi di

della maggioranza ai danni della minoranza. Il sindacato sulla meritevolezza dell'operazione¹³⁸ descritta investe allora le modalità attuative della stessa¹³⁹, onde verificare che non sia preordinata a danneggiare il singolo azionista¹⁴⁰, posto che la legittimità della stessa parrebbe avvalorata anche dall'espressa previsione della

“resti”; deve dunque affermarsene la legittimità soltanto a condizione che sia neutrale sulla posizione di tutti i soci.

¹³⁸ Cfr., in argomento, App. Milano, 14 gennaio 2013 (in sede di reclamo in un procedimento *ex art.* 2436, comma 4, c.c.), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, 435 ss., con nota di N. DE LUCA, *Raggruppamento di azioni e riscatto obbligatorio dei resti*, ove si chiarisce che «le operazioni di raggruppamento non contrastano con alcuna disposizione di legge, ove siano disposte nell'interesse sociale, quale quello ad una gestione azionaria flessibile, tale da consentire, in un mercato fortemente concorrenziale, la realizzazione di operazioni straordinarie, nonché in presenza dell'opportunità di rendere meno onerosa la gestione amministrativa del titolo azionario», *ivi*, 435. Peraltro, la necessità che il raggruppamento azionario risponda a un *proper business purpose* (es. ampliamento della compagine sociale, quotazione in borsa) è ribadita nei precedenti statunitensi richiamati dall'Autore, *ivi*, 439. Il raggruppamento, infatti, se correttamente attuato e rispondente a un interesse sociale apprezzabile è «un'operazione che ha fundamentalmente rilievo organizzativo», così M. STELLA RICHTER JR., «Collegamento» e «raggruppamento» delle azioni di società, *cit.*, 385 ss.

¹³⁹ Non può fornirsi una risposta unitaria al problema della legittimità del raggruppamento azionario poiché, come osservato da M. BIONE, *Le azioni*, *cit.*, 23, il raffronto tra «[...]tra l'entità del sacrificio che l'operazione comporta per i titolari dei “resti” ed il grado di intensità dell'interesse sociale che il raggruppamento soddisfa» conduce ad esiti opposti a seconda che il raggruppamento avvenga nel contesto di una società ad azionariato diffuso o con azioni quotate in borsa, i cui «resti» risultano agevolmente negoziabili, ovvero in una società a compagine ristretta, nelle quali l'operazione può stravolgere l'assetto dell'azionariato e condizionare in negativo, sia pure indirettamente, lo stesso valore di scambio delle partecipazioni. L'opportunità di una valutazione casistica è sostenuta anche da F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, 274; P. MARCHETTI, *Problemi in tema di aumento di capitale*, in *Aa.V.v., Aumenti e riduzioni di capitale*, Milano, 1984, 72.

¹⁴⁰ I soci “minimi”, titolari di diritti frazionari, dovrebbero essere posti in condizione di poter acquistare ulteriori resti necessari al raggiungimento della soglia minima, garantendo ad essi, ove ciò non sia possibile, una liquidazione a valore “di mercato”; la loro tutela, allora, viene attuata mediante un controllo di legittimità della deliberazione attuativa del raggruppamento (*ex artt.* 2377 ss. c.c.) che li pone al riparo da eventuali abusi della maggioranza assembleare. Non può dunque neppure ipotizzarsi che gli azionisti di minoranza, a seguito del raggruppamento, diventino comproprietari *pro indiviso* sulle azioni non scambiate; un simile artificio – che originerebbe una singolare ipotesi di comunione, con annessa nomina di un rappresentante comune *ex art.* 2347 c.c. – non li tutelerebbe adeguatamente siccome questi si vedrebbero comunque privati della possibilità di esercitare autonomamente i diritti sociali in proporzione all'aliquota di partecipazione di cui godevano in precedenza. Cfr., G. PLASMATI, *Il problema dei resti nelle s.p.a.*, in *Contr. e impr.*, 2007, 212. Più in generale, per un quadro delle tecniche di conservazione della qualità di socio e per il superamento dell'unitarietà della partecipazione sociale, v. C. PECORARO, *Mora dell'azionista e vicende relative alla partecipazione azionaria*, in *Dir. fall.*, 2012, I, 605-606.

fattispecie del riscatto azionario (art. 2437-*sexies* c.c.), cui il raggruppamento è equiparabile – almeno *quoad effectum* – stante la comune attitudine a determinare la privazione della qualità di socio¹⁴¹; effetto che potrebbe coincidere o con una perdita integrale della partecipazione sociale, ovvero con una sua diminuzione proporzionale. In definitiva, emerge allora l'inconfigurabilità di un diritto al mantenimento dello *status* di socio¹⁴², posizione che può essere interessata anche da vicende *lato sensu* espropriative, nell'eventualità di dismissioni forzose della partecipazione azionaria (v. *infra*).

Nella diversa ipotesi in cui oggetto di cessione sia la partecipazione totalitaria, è intuitivo che non verranno in rilievo esigenze di tutela delle minoranze azionarie, dal momento che il trasferimento di tutte le azioni¹⁴³ impone di verificare, anche da un punto di vista pratico, se tale cessione costituisca lo strumento per attribuire all'acquirente la titolarità dell'intero complesso aziendale¹⁴⁴, e dunque per appurare se oggetto del contratto di trasferimento siano le azioni (“beni di secondo grado”)¹⁴⁵

¹⁴¹ Tale dato è valorizzato da Trib. Milano, 8-13 novembre 2012, decr. (Manifatture Lane Gaetano Marzotto & Figli s.p.a.), in *Giur. it.*, 2013, 2278 ss., spec. 2280; nonché in *Notariato*, 2014, 422 ss., con nota di V. MANZO, *Raggruppamento di azioni senza indicazione del valore nominale e controllo notarile*. L'unico precedente edito sul tema (anteriore a quello menzionato) è Trib. Genova, 27 febbraio 1984, in *Società*, 1984, 1219.

¹⁴² Di recente, A. GUACCERO, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma tra classico e moderno*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 419 ss., il quale osserva che il mantenimento dello *status socii* non è garantito da alcuna norma di diritto positivo.

¹⁴³ In argomento, si veda Cass. 4 agosto 1941, n. 2736, in *Foro it.*, 1942, I, 197 ss., con nota di G. FERRI, ove è stato stabilito che «la vendita di tutte le azioni di una società anonima non produc[e] trasferimento del patrimonio sociale», con la conseguenza che «vendita dell'intero pacchetto azionario e vendita di tutto il patrimonio sociale non si identificano»; O. CAGNASSO, *Trasferimento delle partecipazioni sociali, contratto aleatorio e rescissione per lesione*, in *Giur. it.*, 1992, 601 ss.

¹⁴⁴ Per un inquadramento delle questioni principali e per la struttura dell'operazione: C. CINCOITI, *Il contratto di acquisizione di azienda mediante conferimento nella s.p.a.*, Milano, 2009, 25 ss.

¹⁴⁵ Da ultimo, v. A. TINA, *Compravendita di partecipazioni societarie nella recente giurisprudenza di legittimità*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 746, il quale, riportando il pensiero di Ascarelli (*Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e società tra società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, I, 389), rileva che «la ricostruzione (meramente descrittiva) delle azioni come beni di secondo grado non è idonea a superare il rilievo per cui il diritto reale sulla partecipazione - *i.e.*, l'oggetto (immediato) del contratto di compravendita (art. 1470 c.c.) – si traduce unicamente in un “diritto sulla ‘posizione’ di socio in relazione ai diritti e poteri derivanti da detta posizione”, con la conseguenza che il trasferimento delle partecipazioni determina soltanto l'acquisto di quell'insieme di posizioni giuridiche attive e passive che costituisce, appunto, il c.d. *status socii*, l'unico oggetto possibile sul piano giuridico-formale del contratto di

ovvero l'azienda¹⁴⁶. In tale situazione, infatti, il socio unico incarna al massimo grado i poteri connaturati alla posizione di controllo, con la conseguenza che il trasferimento della partecipazione totalitaria non potrà che collocarsi agli antipodi della circolazione della partecipazione di controllo¹⁴⁷.

5. *Trasferimenti totali, trasferimenti del pacchetto di controllo: una premessa e la delimitazione delle questioni oggetto della ricerca.*

L'interrogativo di vertice è dunque se all'operazione di trasferimento che abbia ad oggetto il pacchetto di controllo¹⁴⁸ debbano riconoscersi una sua autonomia e una propria specificità¹⁴⁹ e se, di conseguenza, ad essa debba riservarsi un particolare

compravendita. Il socio in quanto tale non ha un diritto di proprietà (art. 832 c.c.) sui beni sociali, la cui disponibilità, rientrando nella gestione del patrimonio, è rimessa esclusivamente all'organo amministrativo (artt. 2380-*bis* c.c. e 2475 c.c.). Resta fermo che, una volta stabilita dall'art. 2380-*bis* c.c. la competenza esclusiva della «gestione dell'impresa sociale» in capo agli amministratori, e intesa quest'ultima come svolgimento della «attività fisiologica della società», «esistono una serie di operazioni ibride che, pur incidendo anche sulla struttura organizzativa della società», presentano una componente gestorio-finanziaria, così G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in P. ABBADESSA- G.B. PORTALE, *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G. F. Campobasso, II, Torino, 2006, 26. La valorizzazione dell'esclusività della gestione degli amministratori si rintraccia ora nell'art. 377, d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, che sembra estenderla a tutti i tipi sociali; in dottrina, da ultimo, C. ANGELICI, *A proposito di "interessi primordiali" dei soci e "gestione esclusiva" degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 59 ss.

¹⁴⁶ Per una peculiare vicenda di cessione totalitaria di quote di s.r.l., v. Trib. Milano, 6 aprile 2019, in *www.dirittobancario.it*, in cui è stato affermato che la cessione della partecipazione totalitaria detenuta ha determinato "di fatto" uno svuotamento del contenuto economico del diritto particolare all'utile privilegiato riconosciuto ad un socio e assoggettato, *ex art.* 2468 c.c., al principio unanimistico.

¹⁴⁷ Tale assunto, cui si intende dare continuità, è sviluppato da M. STELLA RICHTER JR., "Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, *cit.*, 92-93, cui si rinvia per l'esposizione delle ragioni che sostanziano la non equiparabilità della posizione del socio unico a quella di socio di maggioranza.

¹⁴⁸ In argomento, O. CAGNASSO – M. IRRERA, *Il trasferimento della partecipazione di controllo nelle società di capitali*, Torino, 1994 (rist. agg.), 51 ss.

¹⁴⁹ La questione è sollevata già da C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, *cit.*, 110 ss. e appare ricorrente anche negli ordinamenti stranieri; lo rileva M. STELLA RICHTER JR., "Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, *cit.*, 6, cui si rinvia per ulteriori riferimenti bibliografici.

trattamento giuridico¹⁵⁰ in ragione degli effetti - anche sulla struttura corporativa¹⁵¹ - che la stessa dispiega¹⁵². Se la partecipazione pluriazionaria – cui è estraneo ogni

¹⁵¹ Si pensi al possesso di partecipazioni di maggioranza, di controllo o di riferimento, alludendosi rispettivamente a pacchetti che consentono «un controllo di diritto sulla società; un controllo di fatto (essendo allora partecipazioni di minoranza); ovvero di influire su determinate importanti decisioni della società, oppure che consentano, magari attraverso la stipulazione di contratti parasociali, di formare un gruppo di controllo (o comando), o infine che possono costituire un'opposizione particolarmente agguerrita»; in termini, M. STELLA RICHTER JR., «Collegamento» e «raggruppamento» delle azioni di società, *cit.*, nt. 33.

¹⁵² Si consideri che il n. 1 dell'art. 2359, comma 1, c.c., attribuisce il controllo di una s.p.a. alla società che «dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria»). Rispetto all'influenza dominante, emerge che il n. 2 dell'art. 2359, comma 1, c.c., la riconduce al fatto di disporre di voti sufficienti per ottenere la supremazia nell'assemblea ordinaria, mentre il n. 3 considera l'influenza dominante effettivamente esercitata su un'altra società “in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa”. Tali previsioni devono però coordinarsi con l'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c., in forza del quale nella s.p.a. «la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale»; dall'esame delle norme richiamate consegue che è l'organo amministrativo che stipula i contratti, mentre l'assemblea ordinaria può essere solo chiamata dallo statuto ad autorizzare il compimento di singoli atti di gestione, la cui decisione spetta tuttavia esclusivamente agli amministratori, i quali conservano anche la responsabilità per l'inosservanza dei loro doveri (art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.). Si desume allora che l'influenza dominante di cui al n. 2 è influenza dominante in potenza, mentre al n. 3 è influenza dominante in atto; si consideri poi che essa riguarda organi diversi (assemblea ordinaria, n.2; organo amministrativo, n. 3). Sebbene nel prosieguo delle riflessioni si farà riferimento (v. *infra*, cap. 3) al controllo sia di diritto sia di fatto, deve notarsi che se si intende accedere a una considerazione unitaria delle varie formule, occorre ribadire che il riferimento all'assemblea ordinaria si giustifica poiché nella s.p.a. rappresenta l'organo competente per la nomina e la revoca degli amministratori (in via diretta nel sistema tradizionale e in quello monistico; in via mediata attraverso la scelta dei componenti il consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico, arg. *ex* artt. 2364, comma 1, n. 2 e 2364-*bis*, comma 1, n. 1). Con maggiore sforzo esplicativo, dal momento che nella società azionaria il funzionamento dell'organo pluripersonale è necessariamente collegiale (art. 2380-*bis*, comma 3, c.c.), può sostenersi che un socio controlla una società a condizione che sia in grado di eleggerne o sostituirne la maggioranza degli amministratori (art. 2388 c.c.). Benché non costituiscano oggetto di analisi in questa sede, per mera completezza, si chiarisce altresì che nelle società quotate almeno un componente del consiglio di amministrazione è espresso da una lista di minoranza (art. 147-*ter*, comma 3, t.u.f.) e che la nozione di controllo azionario di fatto di cui al n. 2 dell'art. 2359, comma 1, c.c., si applica soprattutto a tali emittenti, nelle quali è maggiormente ricorrente l'assenteismo dei piccoli azionisti dalle adunanze assembleari (peraltro, che il calcolo della partecipazione avvenga rispetto ai titoli «che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza», è confermato in sede di disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, arg. *ex* art. 105, comma 2, t.u.f.). Si veda, per le principali questioni interpretative che l'o.p.a. obbligatoria pone, M. STELLA RICHTER JR., “Trasferimento del controllo” e rapporti tra soci, *cit.*, 214 ss.

fondamento di diritto positivo idoneo a sostenerne una qualificazione in termini di universalità di beni - *sub specie* di pacchetto di azioni riunite in una sola mano – postula una serie di adattamenti della corrispondente disciplina traslativa, deve comunque notarsi che la tendenziale autonomia che connota le azioni facenti capo ad uno stesso titolare non elimina la possibilità che, per determinati aspetti, acquisti rilievo anche la complessiva partecipazione dal medesimo detenuta, e senza che ciò sconfessi la piena adesione alla prospettiva analitica nella ricostruzione della partecipazione sociale¹⁵³. D’altro canto, la vicenda traslativa genera innanzitutto mutamenti dell’assetto proprietario i quali, a loro volta, si ripercuotono sull’investimento azionario sia in ragione del particolare bene oggetto di negoziazione (i.e. controllo da partecipazione azionaria), sia per le modalità di trasferimento dello stesso¹⁵⁴.

L’ambito elettivo dell’indagine sarà allora quello degli assetti proprietari della società azionaria intorno ai quali la riflessione si svolgerà, rispetto alla cessione parziale del pacchetto azionario, attraverso la lente delle clausole di covendita e delle clausole di cambio di controllo, stante l’incidenza sulla cessione della partecipazione sociale che esse attuano e, rispetto alla circolazione totalitaria delle azioni, muovendo dall’angolo visuale di clausole, anch’esse elaborate nell’esperienza angloamericana ma che, per la loro crescente diffusione, stanno ormai perdendo i connotati di alienità che tradizionalmente manifestavano e sono interessate da una progressiva statutarizzazione.

In entrambi i casi, i profili di maggiore interesse si ricollegano alla disciplina pattizia del disinvestimento, dal momento che sia la covendita sia gli altri congegni negoziali

¹⁵³ Impostazione che trova la sua massima espressione nel più volte ricordato studio di F. D’ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione, cit., passim*, e che, su un piano più ampio, si rinviene nelle riflessioni di F. ROSSI LANDI, *Critica metafisica e filosofia analitica*, in *Riv. dir. civ.*, 1959, I, 201-215.

¹⁵⁴ Molteplici sono gli strumenti mediante i quali la riorganizzazione degli assetti può essere attuata; si pensi all’assistenza finanziaria di cui all’art. 2358 c.c.: cfr. C. GRIPPA, *Il “giusto” prezzo delle azioni nelle operazioni di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, 2016, I, spec. 83-84, ove si evidenzia che si tratta di operazioni destinate ad avere significative ricadute sulla valorizzazione dei titoli e/o sulla loro negoziabilità, nella misura in cui integrano di fatto un’ulteriore ipotesi di liquidazione della partecipazione azionaria, alla stessa stregua di altri casi in cui si determina l’*exit* del socio dalla società, come l’esercizio del diritto di recesso o l’adesione ad un’offerta pubblica di acquisto.

sui quali ci si soffermerà integrano strumenti privati di *exit* che, in via diretta o mediata, determinano la cessione a terzi delle partecipazioni detenute, assecondando – soprattutto nelle operazioni di *venture capital*¹⁵⁵ – i programmi di disinvestimento delle parti medesime¹⁵⁶. L'interesse di tali meccanismi risiede infatti nelle finalità corporative perseguite, riconducibili all'impatto che essi producono sulla struttura organizzativa della società, dal momento che all'alienazione della partecipazione di maggioranza, tale da determinare la covendita dell'intero o di una restante frazione del capitale sociale, non può dirsi insensibile la struttura societaria globalmente

¹⁵⁵ Manca una definizione generalmente condivisa di *venture capital*: cfr. J.W. BARTLETT, *Fundamentals of Venture Capital*, Toronto, 1999, 3; ID., *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganization*, Philadelphia, 1995, 5; S. WELLS STEVENSON, *The venture capital solution to the problem of close corporation shareholder fiduciary duties*, in *Duke Law Journal*, 2001, 1139 ss. Nello stesso senso, A.I.F.I. (a cura di), *Venture capital: capitale di rischio per lo sviluppo*, Milano, 1987, 13. Pur nella consapevolezza della parzialità di ogni definizione, il *venture capital* indicherebbe «l'apporto di capitale azionario, o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, da parte di operatori specializzati, in un'ottica temporale di medio-lungo termine, effettuati nei confronti di imprese non quotate e con elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato. Nell'ambito di tale definizione, la partecipazione veniva generalmente intesa come temporanea, minoritaria e finalizzata, attraverso il contributo congiunto di *know how* non solo finanziario, allo sviluppo dell'impresa, all'aumento del suo valore e alla possibilità di realizzazione di un elevato *capital gain* in sede di dismissione», così A. GERVASONI-F. SATTIN, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*⁴, Milano, 2008, 13. Per una ricostruzione della genesi storica del negozio di *venture capital* e per la proposta di una equazione dogmatica tra il *venture capital* e l'antico contratto di commenda, v. M. SCOTTON, “*C di Commenda*”: una costante nella storia del diritto commerciale? Ovvero sulla storicità del diritto, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 357 ss.: l'A. osserva che «nell'accostamento fra le parti dell'antico contratto di commenda e quelle del moderno *venture capital* se non ci si illude certo di proporre forzate quanto improbabili analogie, quasi a pretendere l'annullamento del tempo trascorso, tuttavia, non si ritiene nemmeno di sottovalutare quanto si è mantenuto inalterato. Come già intuibile da quanto in precedenza esposto, due sono le figure che si stagliano, agli antipodi, in entrambi i contratti associativi commerciali: da un lato chi fornisce il capitale (*socius stans-venture capitalist*) e dall'altro chi lo riceve e gestisce l'affare (*tractator/accomendatarius- società target*)». Sul tema, cfr. anche A. FRIGNANI, voce «*Venture capital*», nel *Noviss. Digesto it.*, Appendice, VII, Torino, 1987, 1116 ss.; S. CASELLI, *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, Amsterdam, 2010; A. ZANONI, *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, 2010, 19 ss.

¹⁵⁶ Per una riflessione intorno all'idoneità della disciplina del recesso e delle altre ipotesi di *exit* a tutelare il socio interessato ad uscire dalla compagine sociale, in uno al conseguente impatto nella dinamica dei rapporti societari, cfr. P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nella s.p.a.*, Torino, 2018, 54 ss., cui si rinvia anche per le ragioni sottese al carattere «proteiforme» degli strumenti di *exit*, in equilibrio tra tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento, *ivi*, 95 ss.

intesa. Specularmente, gli impegni di covendita parziali¹⁵⁷ o totali¹⁵⁸ della partecipazione detenuta determineranno una riduzione proporzionale dell'investimento oppure determineranno l'*exit* dalla compagine, con la conseguenza che, nel primo caso, i soci originari si limiteranno a subire una mera diluizione della loro quota di partecipazione, e, nel secondo caso, le partecipazioni cedute al terzo acquirente risulteranno incrementate, siccome alle azioni originariamente offerte si aggiungeranno quelle del socio accodato.

Si terrà altresì conto della tendenza sempre più consistente alla divaricazione tra proprietà azionaria ed esercizio del diritto di voto¹⁵⁹ nonché, più in generale, all'allentamento del nesso tra potere e rischio¹⁶⁰, ormai divenuti cifra caratteristica delle più recenti evoluzioni dell'ordinamento societario¹⁶¹ e destinati ad assumere crescente rilievo soprattutto nei casi in cui l'oggetto della cessione sia una partecipazione qualificata¹⁶².

¹⁵⁷ Nel caso di *tag along* proporzionale, il quantitativo di azioni cedute al terzo non muta la propria consistenza, poiché sarà solo nel momento in cui la maggioranza cederà il proprio pacchetto azionario che si attuerà una redistribuzione interna alla compagine dei titoli interessati dalla cessione.

¹⁵⁸ Si dia il caso in cui un socio (Alfa), detentore di una quota pari al 60% del capitale sociale della società *target*, decida di cedere i titoli azionari detenuti; l'altro socio (Beta), detentore del residuo 40% e beneficiario di una clausola di *tag along* potrà "accodarsi" e il terzo acquirente dovrà sottoporre un'offerta per l'acquisto del 100% del capitale della società.

¹⁵⁹ Scettico rispetto all'«introduzione di regole ed istituti che assecondino ulteriori scollamenti nel rapporto tra proprietà e potere di determinare le scelte di amministrazione delle società» si mostra N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 138 ss. secondo il quale una simile impostazione risente altresì dell'«opzione assunta in *apicibus* in ordine alla possibilità di assegnare il controllo societario (finanche di diritto) a chi non possieda adeguate percentuali del capitale di rischio»; sul tema, v. pure U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria delle società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082 ss.

¹⁶⁰ Cfr. F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in F. BRIOLINI (a cura di), *Principio capitalistico quo vadis?*, Torino, 2016, 197-198 (da cui si cita), nonché in *Giur. comm.*, 2017, I, 191 ss.; G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967, 97 ss.

¹⁶¹ La dissociazione tra titolarità della partecipazione e diritto di voto, in uno alla decisività di quest'ultimo ai fini dell'esercizio del controllo (in particolare, attribuzione di diritti di voto nelle delibere assembleari riguardanti la nomina e la revoca degli amministratori) merita di essere vagliata anche in quelle ipotesi in cui la scissione tra azione e voto sia il prodotto della costituzione di vincoli sulle azioni (pegno, usufrutto e sequestro, v. *infra*).

¹⁶² Vicenda cui non sono insensibili neppure gli aspetti fiscali, come si evince dallo Studio del CNN n. 74-2011/T. *Profili fiscali del recesso dalla società e dell'assegnazione di beni ai soci*.

Prova ne è che si tratta di vicende rispetto alle quali il peso specifico della partecipazione azionaria non è il risultato della somma dei singoli poteri conferiti da ciascuna delle azioni che compongono il pacchetto, come emerge in sede di quantificazione del corrispondente valore. La titolarità del pacchetto di riferimento transita infatti dall'alienante all'acquirente dietro il pagamento di un corrispettivo che non sarà soltanto costituito dal valore monetario delle azioni che lo compongono, ma comprenderà anche un c.d. premio di maggioranza¹⁶³ definibile, almeno in via di prima approssimazione, come il maggior valore corrispondente al maggiore potere che l'ottenimento del controllo societario postula¹⁶⁴; è infatti rispetto al pacchetto di maggioranza che la conformazione della proprietà azionaria risulta più controversa, soprattutto quando essa si risolva in atti sostanzialmente ablatori¹⁶⁵ o in una vera e propria sterilizzazione dei diritti scaturenti dalla partecipazione sociale¹⁶⁶.

¹⁶³ Per la non sovrapponibilità del premio corrisposto per ottenere il controllo di una società al sovrapprezzo e per la rilevanza empirica, ancor prima che giuridica, di tale nozione: M. STELLA RICHTER JR., "Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, cit., 101 ss., spec. 124 ss. Sui criteri per la quantificazione del premio, nonché per un'indagine delle fonti e della sua giustificazione, A. DICK-L. ZINGALES, *Private Benefits of Control — An International Comparison*, in *The Journal of Finance*, 2004, 537 ss. Nella nostra letteratura v. G.E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1443 ss.

¹⁶⁴ È ormai risalente l'affermazione secondo la quale «"premio" di maggioranza o di controllo è, secondo un'accezione comune non soltanto tra gli studiosi di oltre oceano, quella parte del prezzo, in una compravendita di azioni, che oltrepassa il loro valore e che viene corrisposta dal compratore per assicurarsi in seno alla società una posizione di predominio», così G. NUNZIANTE, *Vendita di azioni e trasferimento del controllo di società negli Stati Uniti*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1958, 109.

¹⁶⁵ La verifica di compatibilità con lo statuto della proprietà tracciato dalla Costituzione e con la libertà di iniziativa economica privata (art. 41 Cost.) non può prescindere dalla particolare natura della partecipazione azionaria; tale aspetto è valorizzato da F. GALGANO, *Commento sub art. 41*, in G. BRANCA (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Bologna-Roma, 1982, 7, il quale chiarisce che solo rispetto ai detentori del pacchetto di maggioranza avrebbe senso considerare la disciplina delle loro prerogative nella prospettiva dell'articolo 41 Cost., ovvero dell'esercizio collettivo della libertà economica, e non anche rispetto agli azionisti investitori, la cui posizione si presterebbe ad essere analizzata dal versante «della tutela costituzionale del diritto di proprietà; sul tema, v. pure V. BUONOCORE, *Iniziativa economica privata e impresa*, in V. BUONOCORE (a cura di), *Iniziativa economica e impresa nella giurisprudenza costituzionale*, Napoli, 2006, 3 ss.

¹⁶⁶ Per una peculiare vicenda, v. G. GUIZZI, *Il commissariamento di società per azioni ai sensi del d.l. 61/2013 tra funzionalizzazione dell'impresa e problemi di tutela costituzionale della partecipazione azionaria. Prime note a margine del (la seconda puntata del) caso ILVA*, in *Corr. giur.*, 2013, 1193-1194.

Ferma restando l'irriducibilità di alcune questioni a soluzioni unitarie e la molteplicità di fenomeni e di implicazioni¹⁶⁷, esigenze di chiarezza del discorso impongono di precisare che la presente ricerca sarà circoscritta pressoché totalmente alle società per azioni chiuse¹⁶⁸.

L'opzione di fondo si lega alla circostanza che le criticità sottese alle vicende traslative qui indagate in buona misura si attenuano nel caso di trasferimento di partecipazioni di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, in ragione della compiuta disciplina¹⁶⁹ dettata in tema di offerte pubbliche di acquisto¹⁷⁰.

¹⁶⁷ Come osservato, «la ricerca giuridica si è contemporaneamente aperta alla fase molecolare e a quella sub-atomica. Che poi, ciò facendo, essa abbia dovuto rimettere in discussione i risultati acquisiti anche a livello di unità elementari (: gli atomi, per continuare nella metafora), è inutile dire»; così M. STELLA RICHTER JR., «Collegamento» e «raggruppamento» delle azioni di società, cit., 390.

¹⁶⁸ Sul tema, v. F. DE MARIA, *La compravendita di azioni non quotate*, Padova, 1994, 37 ss.

¹⁶⁹ Cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori: la disciplina dell'opa*, Bologna, 2002, secondo il quale «la disciplina dell'opa è solo una tessera, e probabilmente neppure la più importante, di un mosaico di regole, prassi e convinzioni etiche e culturali [...] atte a favorire la diffusione della proprietà azionaria», *ivi*, 35; J.C. COFFEE JR., *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of the Law in the Separation of Ownership and Control*, in *Yale Law Journal*, 2001, vol. 111, 1 ss.

¹⁷⁰ Tra gli studi sul tema, senza pretesa di esaustività: A. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, 2014, 215 ss.; F. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 63 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Torino, 2014, *passim*; A. TRISCORNIA, *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 483 ss.; C. MOSCA, *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Milano, 2013; G. FIGÀ-TALAMANCA-F. FERIOLI-M. RASTIELLO, *Controllo e sindacati azionari nelle società quotate italiane*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 174 ss.; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Tratt. soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1994, 317 ss.; E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa: dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Milano, 2003; M. GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004; P. BALZARINI, *La disciplina giuridica del mercato finanziario: Opa, insider trading, quotazione in borsa, Sim, banche*, Milano, 1991; A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle OPA e le normative europee ed USA*, Milano, 1994; G.D. MOSCO, *Il controllo tramite sindacati di voto: uno studio empirico*, Milano, 1996; L. G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999; G. LUCCHINI – M. DALLOCCCHIO, *L'OPA ostile: il caso Olivetti-Telecom*, Milano, 2001; E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2004; F. REGALDO, *Le tecniche difensive nelle opa ostili: riflessioni comparatistiche*, Torino, 2004; G. ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'OPA obbligatoria*, Padova, 2005; M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, in *Texas International Law Journal*, 2006, 171 ss.; M. TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008. Per una verifica del fondamento dell'obbligo di offerta, tendente ad accentuare la finalità distributiva, così da rendere tutti gli azionisti beneficiari del premio che viene corrisposto a fronte dell'acquisizione del controllo, si vedano: P.L DAVIES, *The notion of equality in european takeover regulation*, in J. PAYNE (a cura di), *Takeover in English and German Law*, Oxford, 2002, 22 ss.; N. JENNINGS, *Mandatory bids revisited*, in

e fatti salvi - con ogni evidenza - i casi in cui l'obbligo di offerta non sussiste¹⁷¹ (art. 106, commi 4 e 5, t.u.f.¹⁷²; art. 49, Reg. Consob, n. 11791 del 1999 ss.mm.ii.).

Journal of Corporation Law Studies, 2005, vol. 37, 41 ss. Di recente, per l'idea che la regolamentazione del mercato del controllo societario integri sia uno strumento di *corporate governance* sia uno strumento di mercato finanziario, si veda lo studio di A. BENOCCI, *La regolamentazione del mercato del controllo societario tra ragioni di efficienza ed esigenze di garanzia*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2018, spec. 88 ss., cui si rimanda per la «nozione epistemologica» di «mercato del controllo societario»: esso è il luogo ideale in cui vengono scambiati – mediante trattativa privata o mediante offerta pubblica di acquisto – titoli azionari e non azionari che attribuiscono diritti di voto nelle delibere assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori, consentendo a chi li detiene di esercitare un'influenza dominante su quelle delibere», *ivi*, 88, anche nt. 9; ID., *Il mercato (comune?) del controllo societario*, Pisa, 2005, 63 ss. Per un approccio tradizionale nella ricostruzione del mercato del controllo societario, v. C. BRADLEY, *Corporate control: market and rules*, in *The Modern Law Review*, 1990, 170 ss.

¹⁷¹ Minimo comune denominatore dei casi di esenzione si rinviene nel fatto che gli azionisti di minoranza godono già di strumenti diversi di tutela, sufficienti a svincolare la mobilità degli assetti proprietari, con ciò incrementando la contendibilità del controllo societario. In linea generale, permane però un certo scetticismo rispetto all'idea che l'o.p.a. assicuri ai soci di minoranza un trattamento paritario rispetto a quello del socio di controllo che aliena la propria partecipazione; di questo avviso già G.E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, *cit.*, 1457 ss. Da ultimo, in funzione *anti-takeover*, si segnala l'introduzione del comma 4-bis nell'art. 120 t.u.f. in tema di trasparenza degli assetti proprietari: la novella prevede che in occasione dell'acquisto di una partecipazione in emittenti quotati pari o superiore alle soglie del 10 per cento, 20 per cento e 25 per cento del relativo capitale, il soggetto che effettua le comunicazioni relative alle partecipazioni rilevanti deve dichiarare anche gli obiettivi che ha intenzione di perseguire nei sei mesi successivi, pena l'impossibilità di esercitare il diritto di voto inerente alle relative azioni quotate o, ove applicabile, agli altri strumenti finanziari. Cfr. R. MAGLIANO, *Tutela degli interessi strategici e controllo degli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in *Dir. comm. int.*, 2018, 699 ss.; per un'indagine più ampia: E. GINEVRA – C. PRESCIANI, *Sovereign Wealth Fund Transparency and the European Rules on Institutional Investor Disclosure*, in *Giur. comm.*, 2019, I, spec. 1008 ss.

¹⁷² Per le ipotesi di esenzione per le operazioni finalizzate al salvataggio di società in crisi e per la selezione delle finalità idonee a giustificare il regime derogatorio, alla luce delle modifiche del Reg. emittenti, si rinvia alle osservazioni – in parte critiche – di G. GUIZZI, *Riorganizzazione della società in crisi, trasferimento del controllo e disciplina del mercato societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 263 ss.

CAPITOLO II

LA TRASMISSIBILITÀ OSTACOLATA DELLA PARTECIPAZIONE AZIONARIA: IL DIRITTO STATUTARIO DI COVENDITA

SOMMARIO: 1. Il diritto statutario di covendita: presupposti e descrizione della clausola aliena di *tag-along*. - 1.1. *Tag along* e limiti alla circolazione delle azioni. - 1.2 *Tag along* e *lock-up* statutario: i rapporti con il divieto di alienazione. - 2. La struttura della clausola statutaria di *tag along*. - 2.1 Per un tentativo di individuazione della natura giuridica della covendita. - 2.2 Introduzione e rimozione delle clausole di *tag along*. - 2.3 Le interferenze con il diritto statutario di trascinamento. - 2.4 La limitata rilevanza dell'equa valorizzazione rispetto al *tag along* statutario. - 3. La prospettiva civilistica e la dimensione societaria nella ricostruzione della fattispecie. - 3.1 *Tag along* e prelazione statutaria. - 3.2 *Tag along* e vendita della nuda proprietà azionaria. - 3.3 Il cambio di controllo come presupposto di attivazione della covendita.

1. Il diritto statutario di covendita: presupposti e descrizione della clausola aliena di *tag-along*.

La progressiva diffusione nella prassi degli affari dei patti di covendita e l'assenza di una regolamentazione legislativa degli stessi costituiscono la radice dell'insuccesso di ogni tentativo volto a ricostruire la fattispecie in termini unitari e giustificano la scelta di concentrare l'attenzione sulle sole clausole di *tag-along* (o *come-along*, *take-along*, *piggy-back*), finora oggetto di rarissimi interventi giurisprudenziali. A differenza delle pattuizioni di trascinamento (c.d. *drag-along*, *bring-along*¹⁷³), intorno alle quali si

¹⁷³ Il *discrimen* tra le due varianti della clausola si rintraccia nel soggetto legittimato ad attivare il meccanismo di trascinamento: nel *drag-along*, si tratterebbe del socio venditore; nel *bring-along*, l'iniziativa proverrebbe dal terzo acquirente, onerato della comunicazione al socio di minoranza delle modalità di trasferimento e del prezzo offerto per l'acquisto delle partecipazioni (di minoranza e di maggioranza) alle medesime condizioni. In sostanza, la clausola statutaria di *bring-along*, su richiesta del terzo potenziale acquirente della quota di partecipazione di un socio, conferisce a quest'ultimo il diritto di *call* sulla quota dell'altro socio, che si identifica con il diritto di pretendere che anche questi alieni la propria quota di partecipazione al terzo potenziale acquirente, con la conseguenza che sul socio di maggioranza grava l'obbligo di procurare la cessione della partecipazione di minoranza, in uno alla propria, allorché il terzo intenda profittarne. Entrambe le fattispecie rispondono all'esigenza, avvertita dal socio di maggioranza, di tutelare la propria posizione nel caso in cui il potenziale acquirente intenda acquistare la partecipazione di riferimento solo a condizione che anche

moltiplicano le riflessioni della dottrina, e che risultano ormai investigate pressoché in ogni aspetto, la ricostruzione delle clausole aliene di accodamento continua a presentare profili controversi, a partire dalla trasposizione semantica che esse assumono nel nostro ordinamento, considerato che la traduzione di *tag-along*¹⁷⁴ oscilla tra quella, appena richiamata, di accodamento e quella, di certo più anodina, ma forse preferibile in ragione delle molteplici varianti che la clausola può assumere¹⁷⁵, di diritto di seguito¹⁷⁶, di pattuizione di aggregamento¹⁷⁷.

Se tali convenzioni mirano ad attuare una gestione efficiente del disinvestimento¹⁷⁸ nella società azionaria¹⁷⁹, arginando i rischi di opportunismo di

il socio di minoranza ceda la propria quota. Cfr. G. SATTA, *Clausola di bring along: struttura, finalità e requisiti essenziali*, in *Riv. dir. impr.*, 2008, 535 ss.; L. BOTTI, *Clausola di “covendita forzata” e “drag-along”*, in *Giur. comm.*, 2016, II, 909-910.

¹⁷⁴ Sebbene l'origine dell'espressione “*tag along*” continui a rimanere incerta, essa è apparsa per la prima volta nel 1900, mutuando il significato solitamente abbinato al verbo “*follow along*”; è invece emerso che un significato secondario, seppur correlato, riassumibile come “*following persistently and closely*”, risale al 1884. Su questa linea, valorizzando il significato letterale di “*tag*” (etichetta), alcuni hanno icasticamente osservato che, tramite il *tag-along*, il socio di minoranza ottiene proprio il diritto di “appiccicarsi” al socio di maggioranza e, cioè, di cedere la propria partecipazione alle stesse condizioni che quest'ultimo sia riuscito a spuntare in sede di negoziazione con il terzo potenziale acquirente. Cfr. J. CADMAN, *Shareholders' agreements*, London, 2004, 32.

¹⁷⁵ Del resto, come rileva C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Società*, 2008, 1374, già il nome di tali clausole è «evocativo della matrice non autoctona di tale figura giuridica» e conferma che siamo in presenza di contratti e clausole contrattuali elaborate e utilizzate dalle parti «sulla base di un modello del tutto estraneo all'ordinamento italiano, che pure costituisce la legge applicabile al contratto», così G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, cit., 1 ss.

¹⁷⁶ Non può dunque convenirsi, almeno rispetto a tale specifico oggetto di indagine, con le osservazioni di chi reputa sormontate «in gran parte e in molti settori del diritto, [...] le difficoltà di ricezione di terminologie e schemi tecnico-giuridici tipici di altri sistemi»; così E. PANZARINI, *Cessione di pacchetti azionari: il contenuto delle clausole di garanzia*, in F. GALGANO (diretto da), *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Torino, 1995, 277, spec. nt. 47.

¹⁷⁷ G. SBISÀ, *I limiti alla circolazione delle azioni. Sub art. 2355-bis c.c.*, cit., 154.

¹⁷⁸ Stante la maggiore sensibilità rispetto a tali aspetti della letteratura nordamericana, si rinvia ai lavori di: D.J. CUMMING, *Contracts and exits in venture capital finance*, in *The Review of Financial Studies*, 2008, 21 ss.; D.G. SMITH, *The exit structure of venture capital*, in *UCLA Law Review*, 2005, 315-356; A. SCHWIENBACHER, *Innovation and Venture Capital Exits*, in *The Economic Journal*, 2008, 1888 ss.; D.J. CUMMING, G. FLEMING, A. SCHWIENBACHER, *Legality and venture capital exits*, in *Journal of Corporate Finance*, 2006, 214 ss.; D.J. CUMMING, J.G. MACINTOSH, *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, in *Journal of Banking and Finance*, 2003, 511 ss.;

¹⁷⁹ Benché il tema sia estraneo a questa analisi, le pattuizioni di covendita risultano ormai diffuse anche nelle società a responsabilità limitata, specie in quelle a base familiare o comunque a compagine

una delle parti¹⁸⁰, anche nelle forme di un *bold up* della minoranza¹⁸¹, è significativo che esse ricorrano con maggiore frequenza nelle operazioni di acquisizione che vedono coinvolti, oltre agli investitori istituzionali, anche *venture capitalists*¹⁸², società di investimento o fondi di *private equity*¹⁸³; non a caso, si tratta di operazioni

ristretta, e l'utilità del loro impiego si correla soprattutto alla gestione del passaggio generazionale, favorendo la riallocazione della titolarità dell'azienda al venir meno dell'imprenditore.

¹⁸⁰ Tale finalità emerge da Trib. Milano, 22 dicembre 2014, decr., in *Società*, 2015, 959 ss., nonché in *Notariato*, 2015, 616 ss., con nota di I. SCOTTI, *Clausola di drag-along e principio maggioritario*; in *Riv. dir. soc.*, 2015, II, 583 ss., con nota di M. MASCIULLO, *Sui limiti alla modificabilità a maggioranza dello statuto di una s.r.l.: questioni "più o meno" risolte in tema di clausole di prelazione, esclusione e drag-along*; e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, 92 ss., con nota di E. SPOLIDORO, *La contrattazione delle condizioni di introduzione, nello statuto della società a responsabilità limitata, delle clausole che comportano il disinvestimento della partecipazione dei soci*. In letteratura, I. SAEZ LA CAVE, *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. A vueltas con los pactos de tag y de drag-along*, su *Indret.com*. Si pensi al caso di un socio di maggioranza che, alienando la sua partecipazione per un prezzo superiore al valore nominale della stessa, si appropri di utilità immateriali (es. avviamento) che gli altri soci hanno concorso a creare, ovvero a quello di un socio titolare di una partecipazione minima che, per motivi non apprezzabili, rifiuta reiteratamente l'offerta presentata da un soggetto disposto ad acquistare la totalità delle quote della società e a versare un corrispettivo piuttosto significativo.

¹⁸¹ La questione riporta alla provocazione di F. DE SOLÁ CAÑIZARES, in *Rev. int. dr. comp.*, 1953, 422: «Il ne faut pas construire une conception et une technique de la société anonyme sur la croyance que la minorité est bonne et la majorité mauvaise», richiamata da G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 123, nt. 30.

¹⁸² Sebbene nella prassi le due formule *private equity* e *venture capital* tendano ad essere considerate fungibili, l'impiego dell'espressione *venture capital* andrebbe limitato alle *start-up* o, comunque, a vicende legate alla fase iniziale dell'attività d'impresa; cfr. B. SZEGO (a cura di), *Il venture capital come strumento di sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*. Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, n. 55/2002, 15-17; ID., *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 821 ss.; J. DRAXLER, *Private Equity Exit: Strategie Und Vertragsgestaltung*, New York, 2009, 3 ss.

¹⁸³ Non è escluso che l'intento di dismettere la propria partecipazione scaturisca da un mutamento nella gestione della società, come conseguenza – ad esempio – della cessione di un particolare settore di attività, come di frequente si verifica nelle ipotesi di *joint venture*. Cfr. L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 1034 ss. In un'ottica più ampia, si registra la tendenza a garantire il massimo grado di trasparenza al fine di incentivare gli investimenti del *private equity*, nonostante l'invasività degli stessi per l'imprenditore (il quale perde il controllo della società) e di eliminare, al contempo, le eventuali asimmetrie informative esistenti con gli investitori e gli stessi *stakeholders*; lo testimoniano le evoluzioni delle regole di funzionamento dei fondi di *private equity* operanti nel Regno Unito e sintetizzate da M.L. VITALI, *Le modifiche alle Linee Guida "Walker" per i fondi di private equity nel Regno Unito*, in *Riv. soc.*, 2014, 1191 ss. Che la trasparenza costituisca un presidio essenziale nell'ambito del controllo delle società anonime è idea risalente; cfr. T. ASCARELLI, *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica. Parte III*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, 421 ss.: l'A. nota come «lo stesso pericolo di chisciotteschi cavalieri della ideale tutela dell'azionista, tuttavia inclini a lucrose vendite di azioni, secondo quell'ambiguità che, non solo tra gli azionisti, quasi sempre è

strutturalmente finalizzate ad attuare, in un arco temporale di riferimento, una dismissione della partecipazione azionaria¹⁸⁴ e che, per effetto dell'alienazione congiunta, consentono di lucrare un prezzo nettamente più alto rispetto a quello che sarebbe stato ottenuto con il disinvestimento soltanto di una frazione della partecipazione azionaria¹⁸⁵. Si valuti anche che in tali contesti la pattuizione di un'alienazione congiunta si presta a regolare in maniera più conveniente il rapporto fra il socio industriale ed il socio finanziatore, oltre che a rideterminare gli assetti di governo della società¹⁸⁶.

Come anticipato, l'assenza di una compiuta disciplina legislativa di riferimento, pur non essendo di certo un ostacolo all'ormai pieno riconoscimento della legittimità di tali clausole, impone maggior rigore nel controllo di meritevolezza delle stesse,

coperta dallo sbandieramento di chisciotteschi puritanesimi, può essere salutare, perché, a parte il giudizio sul chisciottesco cavaliere alla ricerca di lucrose transazioni, la possibilità di una reazione, seppure per fini tutt'altro che puri, esercita una funzione benefica».

¹⁸⁴ Lo sottolinea C. ANGELICI, *Fra "mercato" e società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2011, 26-27; nella letteratura straniera, v. G. CHEMLA, M. HABIB, A. LJUNQVIST, *An analysis of shareholder agreements*, in *Journal of the European Economic Association*, 2007, 95 ss.

¹⁸⁵ L'operazione di *private equity* può essere configurata come maggioranza o minoranza. Nella prima ipotesi, caratterizzata da una significativa gradualità del trasferimento, il fondo acquisisce il controllo della società, talvolta anche totalitario: solitamente, a tale vicenda si accompagna la previsione di una clausola di *earn out*, che consente all'imprenditore cedente di mantenere una determinata minoranza che si vedrà poi liquidata, al raggiungimento di determinati risultati, in un arco temporale dato. Nel secondo caso, il fondo entra ricoprendo una posizione di minoranza, circostanza che impone di misurare il valore dell'impresa e la quota di intervento del fondo, con la conseguenza che, non realizzandosi una cessione del controllo, questo resta nella disponibilità dell'imprenditore, fermo restando che l'ingresso del fondo con una partecipazione rilevante può consentire ad esso di imporsi nella *governance* aziendale (es. ingresso nell'organo gestorio o in quello di controllo). Per quanto qui rileva, è in questo secondo tipo di operazioni che, statisticamente, si assiste alla negoziazione di una serie di clausole volte a consentire, per un verso, all'imprenditore detentore del pacchetto di riferimento di non vedersi ostacolato dal fondo in minoranza e, per altro verso, a permettere al fondo stesso di accodarsi all'imprenditore ove questi decida di alienare la sua partecipazione.

¹⁸⁶ Cfr. V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 205; l'A. osserva che «[l']espressione *corporate governance*, divenuta com'è noto ormai convenzionale, designa un tema classico del diritto societario: quello concernente gli "assetto di governo" di una società, ovverosia gli schemi secondo cui le prerogative decisionali e gestionali vengono allocate e ripartite all'interno della compagine sociale, secondo criteri legali e/o le pattuizioni che possono intercorrere tra le diverse componenti della compagine sociale». Più di recente, si veda il lavoro monografico di G.A. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, 2017, 41 ss. Per ulteriori riferimenti comparatistici, v. già L. FARENZA, *I contratti parasociali*, Milano, 1987, 13 ss.

soprattutto in sede di attuazione della cessione della partecipazione, alla luce del potenziale opportunistico implicito nell'operazione di trasferimento del controllo¹⁸⁷ e causato dalla intrinseca incompletezza del contratto sociale¹⁸⁸.

Una minima apertura del legislatore¹⁸⁹ alla tipizzazione delle pattuizioni di accodamento si rintraccia soltanto nell'art. 24 del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *online*, adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modificazioni¹⁹⁰: è infatti stabilito che le cc.dd. *start-up* innovative possano ricorrere al *crowdfunding* esclusivamente qualora il loro statuto preveda «il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni ovvero clausole che attribuiscono un analogo diritto a cedere le proprie partecipazioni, nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, in favore di investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie [...] che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite il portale». Nessun esplicito riferimento si rinviene circa le clausole di trascinarsi, scelta indicativa del fatto che, al netto di questa disposizione settoriale in tema di *equity*

¹⁸⁷ Così, C. ANGELICI, *Fra "mercato" e società": a proposito di venture capital e drag along*, cit., 38, il quale constata che anche i soci diversi da quelli in grado di attuare il trasferimento del pacchetto di controllo possono adottare comportamenti di *boldouts* tali da compromettere, almeno a livello quantitativo, i vantaggi attesi dall'acquirente del pacchetto e, più in generale, la convenienza complessiva dell'operazione. È proprio a tali controindicazioni che, sul versante negoziale, rimediarebbero le pattuizioni di accodamento e di trascinarsi, *ivi*, 27.

¹⁸⁸ Nella prospettiva della teoria dell'impresa come *nexus of contracts* (fascio di contratti), si vedano i rilievi critici di M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013, 71 ss., cui si rinvia anche per l'impostazione seguita relativamente all'allocazione dei *decision rights*, *ivi*, 76-81.

¹⁸⁹ Al netto dell'ipotesi del *sell-out* di cui all'art. 108, comma 1, t.u.f. che, secondo alcuni, replicherebbe la struttura del *tag-along*, nella misura in cui, limita la c.d. *pressure to tender*, ossia la coazione razionale a vendere che gli azionisti di minoranza subiscono quando viene promossa un'offerta parziale sui loro titoli; cfr. F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, cit., 15; più in generale, F. CADORIN, *OPA collusiva, poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 399 ss.; A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure to tender*, *ivi*, 2014, I, 96.

¹⁹⁰ Si allude alle modificazioni adottate con delibera del 24 febbraio 2016, n. 19520; con delibera del 29 novembre 2017, n. 20204; con delibera del 17 gennaio 2018, n. 20264; con delibera del 10 ottobre 2019, n. 21110; con delibera del 6 febbraio 2020, n. 21259.

*crowdfunding*¹⁹¹, che sembra affidare ai meccanismi della co-vendita la funzione di tutela delle minoranze assembleari interessate dai cambi di controllo della società, la vendita congiunta di partecipazioni azionaria non conosce una espressa disciplina legislativa. La norma richiamata, infatti, non chiarisce i contenuti e la portata del diritto di covendita, il quale è genericamente posto a vantaggio dei soci non di controllo in rapporto reciprocamente escludente rispetto al diritto di recesso; in sostanza, nell'eventualità in cui il socio di *start-up* innovativa sia coinvolto in una operazione che determini il mutamento del gruppo di controllo all'interno della società partecipata, la disposizione citata gli conferisce il diritto di accodarsi alla vendita dei soci di riferimento¹⁹².

Al netto di questo frammento di disciplina, che ribadisce l'ammissibilità di tali clausole nel nostro ordinamento, può allora affermarsi che se il *drag-along* identifica l'obbligo di covendita¹⁹³, il *tag-along* fonda il diritto di covendita, dal momento che la

¹⁹¹ In argomento, cfr. N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 2, il quale sostiene che «la possibilità di smobilizzo dell'investimento dipende, dunque, dalla capacità dell'investitore di identificare attraverso negoziazioni private un acquirente al quale poter trasferire proprie azioni o quote. La più elevata probabilità di smobilizzo è collegata al possibile cambio di controllo sulla società, dovendosi obbligatoriamente introdurre nello statuto una speciale causa di recesso o un diritto di accodamento (*tag-along*) che favorisca l'*exit* e, dunque, la presa di quei benefici che la società *start-up*, non potendo distribuire utili, non può attribuire direttamente».

¹⁹² Cfr. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 835-836. L'A., ricostruita la disposizione di cui all'art. 100-ter t.u.f. come «norma di diritto dei mercati, più che di diritto societario» chiarisce come «al di là di alcuni per la verità non trascurabili problemi ermeneutici (cosa significhi socio di controllo, *in primis*, posto che la definizione contenuta nell'art. 2, lett. f, del regolamento appare tutt'altro che esaustiva: lo è, per esempio, il socio minoritario, cui sia riservata la carica di amministratore unico come diritto particolare?), la disposizione suscita un interrogativo di più ampia portata, lasciando adombrare un assetto partecipativo in cui le quote collocate tramite portali siano (nel loro complesso) non di controllo. Il modello d'impresa attorno a cui la disciplina è costruita è chiaro: vi sono i soci "promotori", fondatori della società, che, al fine di attuare il loro piano di *business*, si rivolgono al mercato per intercettare risorse finanziarie destinate ad essere loro affidate nell'esercizio di un'attività di cui essi terranno peraltro ben salde le redini. La previsione di una tutela per gli investitori, in caso di mutamento del controllo, sottolinea la logica per così dire fiduciaria sottesa all'operazione finanziaria riguardata».

¹⁹³ Come osservato, «la rilevanza della clausola in termini di appetibilità delle partecipazioni sociali sul mercato è tanto maggiore, quanto più rilevanti sono i diritti dei soci vincolati, che l'alienante può portare con sé allorché negozia la vendita ad un terzo», cfr. D. MAFFEIS, *Sale and purchase agreement: clausole aliene di drag along e tag along, di prelazione, di gradimento*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, 2.

previsione di tale clausola attribuisce ai soci la facoltà di accordarsi alla cessione del socio di maggioranza, potendo scegliere di conservare inalterata la titolarità della propria partecipazione¹⁹⁴.

Nella sua configurazione più elementare, dunque, quest'ultimo tende a favorire i soci che abbiano un minor peso nella società, consentendo loro di aggregarsi all'iniziativa del socio di riferimento che opti per il disinvestimento per dismettere anche le partecipazioni di cui siano titolari e, dunque, di avvantaggiarsi delle condizioni economiche che il socio di maggioranza sia riuscito ad ottenere.

In questa fase della riflessione può allora stabilirsi l'identificazione del *tag-along* con il patto attraverso il quale i contraenti, soci della stessa società, si accordano che, qualora uno di essi – di regola, anche se non necessariamente, il socio di maggioranza – riceva, da parte di un terzo (potenziale acquirente), un'offerta d'acquisto per la sua quota e intenda accettarla, gli altri soci abbiano il diritto di essere posti nelle condizioni di vendere, nei confronti del medesimo acquirente, le loro partecipazioni sociali e, dunque, di accordarsi all'offerta di acquisto di cui sia stato primo destinatario uno dei soci. A tale diritto di seguito si accompagna l'obbligo, gravante sul socio di maggioranza, di procurare agli altri soci un'offerta vincolante ed irrevocabile per le azioni di cui siano titolari; tuttavia, nell'eventualità in cui il terzo non voglia però acquistare le restanti partecipazioni, il socio di maggioranza dovrà rinunciare proporzionalmente a una frazione della partecipazione che era disposto a cedere, affinché il pacchetto azionario effettivamente alienato includa anche le azioni del socio di minoranza. Nelle plurime varianti redazionali, infatti, il *tag-along* può prevedere la cessione della partecipazione frazionata in più momenti, stabilire una soglia percentuale del capitale al di sotto della quale il diritto di vendere non scatta, ovvero una percentuale che, se non viene raggiunta, impedisce al socio di minoranza di alienare la sua quota.

¹⁹⁴ Che il nucleo essenziale della clausola di accordamento sia una facoltà e non un obbligo si evince anche dalla massima n. 7 del 2013 del Consiglio notarile di Roma che, con riferimento al *tag along*, individua l'interesse del socio di minoranza nella libertà di scelta «di accettare o meno l'offerta di acquisto che il socio di maggioranza è tenuto a procurargli e dunque rimane libero di alienare autonomamente la propria partecipazione».

La componente dell'accodamento, peraltro, risulta maggiormente accentuata ove la clausola imponga a una delle parti, con maggiore frequenza al socio forte, l'obbligo di vendere la propria quota soltanto a soggetti disposti ad acquistare, oltre al pacchetto di riferimento, anche la partecipazione degli altri contraenti¹⁹⁵.

Nel caso di *tag-along* totalitario, il potenziale acquirente dovrà estendere l'offerta formulata a tutti quei soci che abbiano manifestato la volontà di attivare la pattuizione di accodamento in via sussidiaria rispetto alla prima offerta di acquisto; di contro, nell'ipotesi di *tag-along* proporzionale, la posizione del compratore risulterà insensibile agli effetti di un'eventuale azionamento della clausola con la conseguenza che, stante l'obbligo di procurare la vendita dei soci opzionari, il socio di maggioranza si vedrà costretto a ridurre il numero delle proprie azioni offerte in vendita, in misura pari all'entità della partecipazione per la quale è stato attivato il patto di accodamento¹⁹⁶.

Su un piano descrittivo, se è certamente vero che la riduzione proporzionale è strumentale a consentire agli altri soci di partecipare alla vendita, assumendo congiuntamente la posizione di soci di minoranza, deve però osservarsi che questo non è l'unico esito prospettabile, dal momento che il socio di maggioranza, il quale deve consentire l'accodamento nell'alienazione dei soci di minoranza, ben potrebbe optare per l'acquisto delle partecipazioni degli altri soci che abbiano esercitato il diritto di seguito o, viceversa, astenersi dal compimento dell'operazione di acquisizione avuta di mira¹⁹⁷. Queste ultime varianti prospettate, però, devono

¹⁹⁵ Cfr. G. GIRELLO, *La cessione di partecipazioni di riferimento*, in *Contratti*, 2003, 635 ss.; M. PINTO, *Le garanzie «patrimoniali» nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, in *Riv. soc.*, 2003, 411 ss.; in tale ottica, come sostenuto, il vincolo nascente dal *tag-along* si risolverebbe in una evidente limitazione alla libertà di smobilizzo partecipativo del cedente: M. PERRINO, *Sub artt. 2341 bis – 2341 ter c.c.*, in P. ABBADESSA- G.B. PORTALE (a cura di), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 333.

¹⁹⁶ Il distinguo tra *tag-along* totalitario e *tag-along* proporzionale si rinviene in S. GOMTSIAN, *Private Ordering of Exit in Limited Liability Companies: Theory and Evidence from Business Organization Contracts*, in *American Business Law Journal*, 2016, vol. 53, 700.

¹⁹⁷ In argomento, si vedano i risalenti studi di G. BONELLI, *Ancora a proposito di nuove forme contrattuali*, in *Riv. dir. comm.*, 1905, I, 142; C. VIVANTE, *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, I, 173; I. LA LUMIA, *La cessione ed il vincolo del diritto di voto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, II, 68.

ritenersi alternative pratiche alla mancata attuazione dell'operazione, più che schemi negoziali di accordamento dotati di una loro autonomia strutturale.

Nondimeno, deve pure considerarsi che le pattuizioni di accordamento agevolano quei soci che non intendano svolgere un ruolo attivo nelle negoziazioni che condurranno all'alienazione delle azioni e, in via indiretta, scongiurano potenziali conflittualità interne alla compagine; non deve quindi trascurarsi che il socio di minoranza, per effetto della clausola di *tag-along*, resta comunque libero di alienare autonomamente la propria partecipazione, ovvero di esercitare il diritto di prelazione acquistando egli stesso dal socio di riferimento e, dunque, di non giovare della maggiore forza contrattuale che quest'ultimo riesca ad imporre alla controparte, soprattutto in sede di determinazione delle condizioni economiche della cessione.

Sul versante operativo, tali accordi assolvono anche ad una funzione di «tutela preventiva dell'investimento effettuato¹⁹⁸» e dunque sono una ulteriore dimostrazione che, all'indomani della Riforma, l'intera dinamica del disinvestimento

¹⁹⁸ Di tale avviso P. MANGANELLI, *Pattuizioni particolari tra acquirenti e venditori*, in U. DRAETTA – C. MONESI (a cura di), *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, Milano, 2007, 572.

corre sull'alternativa tra il recesso e l'alienazione della partecipazione sociale¹⁹⁹, della quale la covendita rappresenta una peculiare graduazione²⁰⁰.

Prova ne è che la previsione di una clausola di accodamento, sul piano pratico, è funzionale a garantire la rapida negoziabilità e l'immediata monetizzazione della partecipazione azionaria nell'ipotesi di un cambio di controllo della società (v. *infra*), senza obliterare la circostanza che il socio che se ne avvale beneficia anche del premio di maggioranza, poiché l'accodamento a parità di condizioni economiche

¹⁹⁹ C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, 73, il quale rileva che il legislatore della Riforma, valorizzando la funzione di tutela del potere di *exit* «ha diversamente graduato e modellato le tecniche utilizzabili a tal fine: il recesso e l'alienazione della partecipazione. Tecniche in un certo modo alternative e che costituiscono, se si vuol porre l'accento sugli aspetti finanziari della vicenda, due differenti soluzioni per liquidare il proprio investimento nella società». Più di recente, si veda lo studio di L. SEMINARA, *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2017, 1038, il quale rileva che «gli ulteriori strumenti menzionati [di disinvestimento] sono riconducibili al diritto per il socio uscente di ottenere, da parte della società o di altri soggetti, l'acquisto delle azioni oggetto di dismissione: ciò, si osservi, tanto in forma di diritto potestativo di vendita sorto *ex lege* o in forza di un atto dal valore organizzativo, quanto in forma di obbligo a formulare una proposta di acquisto, assistito da meccanismi di “enforcement” pubblici. In questo senso, si è notato, la partecipazione azionaria assume un diverso significato nelle diverse fattispecie, atteso che mentre, nelle ultime ipotesi menzionate, essa è considerata quale “oggetto di scambio” tra soci e terzi, nel caso del recesso la partecipazione è oggetto di una vicenda potenzialmente estintiva (e, pertanto, organizzativa) tesa a permettere al socio di porre termine alla, e contestualmente conseguire il risultato della, “operazione societaria” strettamente intesa». In argomento, *ex multis*: D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 103, in una prospettiva di riduzione della differenza strutturale tra le fattispecie di *exit*, finalizzata a valorizzare «gli intensi connotati organizzativi» della vendita delle azioni e della cessione della qualità di socio; in senso opposto, per una condivisibile ricostruzione del *discrimen* qualitativo tra la pretesa del socio recedente alla liquidazione della quota e gli altri titoli che fondano diritti di credito verso la società e le varie modalità di disinvestimento, cfr. M. ROSSI, *Recesso dalla s.p.a. e riduzione del capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 929 e 947.

²⁰⁰ In tema di clausole di covendita, non si veda perché non possa farsi strada l'idea nordamericana secondo la quale, ove da un'alienazione congiunta scaturisca una controversia, il giudice che la decide finisca per accordare alle parti una protezione successiva che il soggetto tutelato ha ritenuto di non pagare *ex ante*, attraverso la predisposizione di un assetto negoziale volutamente incompleto; sul tema, appare significativo il contributo di M. TODD HENDERSON, *Deconstructing Duff & Phelps*, 2007, in <http://ssrn.com/abstract/id=977276>, a commento di una nota decisione della Court of Appeals for the Seventh Circuit, (rel. Easterbrook), avente ad oggetto proprio la concessione di un diritto di *tag along* a beneficio del socio di minoranza: *James S. Jordan v Duff and Phelps, Inc*, 815 F.2d 429 (1987). Nella *dissenting opinion*, il giudice Posner evidenziava i rischi insiti nella scelta del giudice di accordare *ex post* una tutela che una parte contrattuale forte aveva scelto di non negoziare al momento della conclusione del contratto, e concludeva nel senso che un simile approccio argomentativo condurrebbe a regalare alla parte un beneficio il cui prezzo la stessa aveva consapevolmente deciso di non pagare.

consente che il plusvalore del prezzo di cessione del controllo societario venga ripartito proporzionalmente tra tutta la compagine sociale²⁰¹.

Così tracciata la funzione di tali meccanismi, non può allora farsi astrazione dalle interazioni tra il diritto statutario di covendita e il riassetto della proprietà azionaria che esso determina, in una prospettiva che tenga conto dell'impatto sulle strutture organizzative della società, poiché il *turnover* del capitale rappresenta soltanto un tassello di una più articolata *exit strategy*, meritevole di essere globalmente considerata²⁰².

1.1 Tag along e limiti alla circolazione delle azioni.

La matrice negoziale della clausola di accodamento impone allora di verificarne i rapporti con le «particolari condizioni» cui l'autonomia statutaria può sottoporre il trasferimento delle partecipazioni azionarie (art. 2355-*bis*, comma 1, c.c.); l'interrogativo di vertice attiene al se la peculiarità dell'oggetto delle vicende circolatorie possa giustificare la previsione di vincoli ulteriori a carico dei privati in sede di negoziazione, quasi come se la rigidità che caratterizza gli assetti organizzativi della società limitasse, di riflesso, anche la libertà di negoziare i titoli sul mercato.

Il problema deve quindi fare i conti, per un verso, con la premessa per la quale le parti della negoziazione sono sì coinvolte nella cessione di partecipazioni rilevanti ma non per questo risultano alterati i reciproci rapporti all'interno della compagine,

²⁰¹ Tale aspetto identifica, sul piano economico, il fattore di maggiore convenienza di un'operazione del genere; cfr. A. DYCK - L. ZINGALES, *Private benefits of control: an international comparison*, in *Journal of Finance*, 2004, 537 ss., cui si rimanda per l'analisi dei benefici economici connessi al moltiplicarsi delle possibilità di collocazione sul mercato del pacchetto di riferimento (e del premio di maggioranza che ne scaturisce); nonché E.B. ROCK, M.L. WATCHER, *Waiting for the Omelette to Set. Match Specific Assets and Minority Oppression*, in R.K. MORCK (a cura di), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, 2000, 201 ss., cui si deve una illuminante disamina delle ragioni che inducono, di frequente, a pattuire elevatissimi costi di *exit*.

²⁰² Del resto, è opinione risalente che «gli atti isolati, non coordinati alle imprese, si accampano ai margini del diritto commerciale. La loro moltitudine non ha significato che in superficie, mai in profondità», così L. MOSSA, *I problemi fondamentali del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 246.

e, per altro verso, con l'effettivo ambito di applicazione dell'art. 2355-*bis* c.c.²⁰³. Nonostante il rigore della formulazione letterale della norma, il divieto statutario di alienazione di cui all'art. 2355-*bis*, comma 1, c.c. è stato ricostruito in termini così ampi da coprire ogni preclusione al trasferimento delle azioni²⁰⁴, da ritenersi legittima a condizione che sia mantenuta nel limite temporale del quinquennio; di contro, sarebbe proprio la valorizzazione del dato positivo ad indurre a preferire una interpretazione restrittiva, siccome la limitazione della disciplina alle sole pattuizioni che proibiscano il trasferimento *tout court* delle azioni sortirebbe l'effetto di riconoscere al limite temporale del quinquennio la funzione di impedire per periodi eccessivamente prolungati la immodificabilità della compagine sociale a mezzo alienazione e, dunque, arginando, nelle società azionarie, il sopravvento delle istanze personalistiche dei soci²⁰⁵. Di conseguenza, mentre le clausole di trascinamento²⁰⁶ e

²⁰³ La definizione del perimetro di operatività della norma deve tener conto del fatto che se è vero che l'alienazione rappresenta l'ipotesi statisticamente più diffusa di trasferimento dei titoli, la modifica della loro intestazione può scaturire anche da diversi accadimenti, tra i quali è possibile annoverare i trasferimenti a titolo gratuito, i trasferimenti aventi corrispettivo infungibile (permuta), il conferimento in società, *datio in solutum*, ovvero vicende rispetto alle quali la componente del trasferimento manchi del tutto (intestazione fiduciaria, fusione). La riconducibilità di tali vicende traslative nello spettro applicativo dell'art. 2355 *bis* c.c., anche nel caso di silenzio dello statuto, fa leva sulla previsione legislativa di «un chiaro parametro (appunto l'art. 2437 *ter* c.c.) sulla base del quale compensare il socio cui è impedito il trasferimento secondo lo schema programmato», così L. STANGHELLINI, Sub art. 2355-*bis*, *cit.*, 559 e 593.

²⁰⁴ Non convince del tutto l'affermazione di V. SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Notariato*, 2013 - che sembra rispondere ad una visione soltanto parziale del problema – secondo il quale «sarebbe peraltro frettoloso ritenere che l'obiettivo finale di chi pattuisce delle clausole di co-vendita sia quello di ostacolare la cessione di azioni e quote; al contrario, il fine perseguito è generalmente quello di facilitare la loro circolazione», *ivi*, 698.

²⁰⁵ Lo precisa A. DENTAMARO, *Limiti convenzionali statuari alla circolazione delle azioni. Commento all'art. 2355-*bis* c.c.*, in N. ABRIANI (a cura di), *Codice commentato delle Società*, Milano, 2016, 741; per un approfondimento della questione, cfr. G. FORNASIERO, *Organizzazione e intuitus nelle società*, Padova, 1984, 213 ss.

²⁰⁶ Rispetto alla clausola di trascinamento, l'affermazione che essa «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 forzata delle azioni di minoranza ad iniziativa del solo socio di maggioranza», proviene da Trib. Milano, 25 marzo 2011, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1055 ss., con nota di G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*; nonché in *Corr. merito*, 2011, 692 ss., con nota adesiva di F. MASSA, *Introduzione di drag-along e consenso del socio forzabile*; in *Giur. it.*, 2011, 2582 ss., con nota di S. LUONI, *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*; in *Notariato*, 2011, 395 ss.,

le fattispecie di riscatto azionario²⁰⁷ (art. 2437-*sexies* c.c.) esulano dalla disciplina dell'art. 2355-*bis* c.c., nella misura in cui determinano un trasferimento forzoso della partecipazione azionaria, le pattuizioni di accodamento possono essere ricondotte nell'alveo delle «particolari condizioni» di cui al comma 1 della disposizione richiamata. Da qui la necessità di vagliarne i limiti di durata.

La soluzione risente, a parere di chi scrive, della variante redazionale prescelta per la clausola di accodamento, poiché la durata quinquennale (salvo successivo rinnovo) andrà affermata soltanto per quella pattuizione che si fondi su una peculiare composizione quali-quantitativa dell'oggetto della cessione. In dettaglio, in tutte quelle ipotesi in cui la clausola stabilisca che a fronte del rifiuto del terzo di acquistare anche la partecipazione “aggregata” facente capo a soci di minoranza, l'oggetto dell'alienazione - intercorrente fra il socio di maggioranza che dà impulso al disinvestimento e il terzo – risulti parzialmente e proporzionalmente sostituito da azioni estratte da pacchetti di minoranza²⁰⁸, la cessione, così congegnata, può integrare una sorta di preclusione all'alienazione; e ciò perché, per la frazione relativa alle azioni dei soci provenienti da pacchetti di minoranza, l'alienazione della

con nota di P. DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*. Quanto alla clausola di *tag-along*, è stato osservato che essa comporta una limitazione soltanto fattuale della circolazione delle azioni, «il limite al trasferimento, comunque, è un limite non giuridico, ma meramente di fatto. Più che di “limite” bisognerebbe parlare di un mero “ostacolo”», così L.G. PICONE, *Contratti di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995, 154-155.

²⁰⁷ Tanto più ciò vale ove si noti che il riscatto azionario si configura come un patto sociale che attribuisce un potere cui fa da contraltare una situazione di soggezione, all'interno del rapporto sociale, anche nelle ipotesi in cui tale potere sia conferito ai soci (o ai terzi, secondo alcuni). Si tratta di una fattispecie rispetto alla quale gli organi della società restano estranei e, di fatto, subiscono l'eventuale esercizio del potere da parte dei soci medesimi; v., *amplius*, M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 51 ss.

²⁰⁸ Tale sostituzione integra una surrogazione reale parziale, sebbene non possa ritenersi che tale struttura valga a qualificare utilmente ogni clausola di *tag along* così formulata; cfr. il recente studio di V. BRIZZOLARI, *La surrogazione reale*, Torino, 2019, 30 ss., cui si rimanda per la disamina dei rapporti con gli istituti contigui della novazione e della *datio in solutum*, in tempi risalenti, cfr. A. MAGAZZÙ, *La surrogazione reale*, Milano, 1968; F. SANTORO PASSARELLI, *La surrogazione reale*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1926, 31 ss., 209 ss. e 417 ss.

partecipazione del socio di riferimento risulta impedita, con la conseguenza che non potrà disattendersi il limite temporale dei cinque anni²⁰⁹.

Negli altri casi, si ritiene che la pattuizione di covendita possa essere inserita nello statuto di una s.p.a. senza limitazioni di efficacia temporale, a meno di non voler equiparare ad un divieto di alienazione il condizionamento che il socio alienante sconta nel procurare al socio di minoranza un acquisto della partecipazione alle stesse condizioni che egli sia riuscito ad ottenere. Resta però ferma la possibilità che eventuali clausole di co-vendita di durata superiore al quinquennio, «se davvero giudicate, anche in ragione della loro specifica formulazione, tanto ostantive della libertà di circolazione delle azioni quanto lo sono le clausole di gradimento “mero” (e cioè equipollenti ad un vero e proprio divieto di trasferire)», ricadrebbero sì sotto la previsione dell'art. 2355-*bis* c.c., ma risulterebbero in ogni caso «ammissibili purché accompagnate da misure di bilanciamento analoghe a quelle che la legge oggi prescrive per queste ultime»²¹⁰.

Inoltre, rispetto alle clausole di accordamento, i temperamenti dell'obbligo di acquisto a carico della società ovvero di altri soci²¹¹ e del diritto di recesso

²⁰⁹ Termine quinquennale che risulta messo fuori gioco nel caso di covendita contenuta in uno statuto di s.r.l., stante il disposto dell'art. 2469 c.c. che ammette la configurabilità di un divieto di alienazione delle quote a tempo indeterminato. Nello stesso senso, cfr. la massima n. 95 del 2007 del Consiglio notarile di Milano: «È legittima la previsione statutaria di diverse regole di circolazione delle azioni di s.p.a. o delle partecipazioni di s.r.l., che siano applicabili non già a tutte le azioni o partecipazioni emesse dalla società, bensì solo ad alcune di esse. Tale facoltà - che incontra ovviamente i medesimi vincoli imposti dalla legge per la generalità delle azioni o partecipazioni sociali - può riguardare sia le clausole comportanti limiti alla circolazione in senso proprio (ad es. prelazione, gradimento, etc.), sia le altre clausole riguardanti in senso lato il trasferimento delle azioni (ad es. tecniche di rappresentazione delle azioni, riscatto, recesso convenzionale, etc.). In queste circostanze, il diverso regime di circolazione dà luogo: (i) 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; (ii) nella s.r.l., a diritti particolari dei soci ai sensi dell'art. 2468 c.c., spettanti ai singoli soci cui si applica il diverso regime di circolazione». Per la tesi contraria all'ammissibilità di un divieto assoluto di alienazione delle quote di s.r.l., prima della Riforma, v. L. BUTTARO, *Sull'ampiezza e sulle conseguenze delle limitazioni alla circolazione delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 1992, 503-504.

²¹⁰ Tale rilievo è mutuato da C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita» (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 408.

²¹¹ Non si pongono infatti, rispetto alle clausole di *tag-along* le ulteriori implicazioni che tali correttivi postulano, quali, ad esempio, le criticità connesse all'applicazione della disciplina delle azioni proprie (artt. 2357 ss. c.c.) e alla preventiva autorizzazione assembleare; in argomento, v. G.G. SALVATI, *I*

dell'alienante che l'art. 2355-*bis*, comma 2, c.c., contempla, paiono superflui per almeno un duplice ordine di ragioni: innanzitutto, il diritto di seguito non impedisce al socio il disinvestimento della sua partecipazione, siccome esso esplica i suoi effetti in un contesto di pura negozialità, che prescinde dalle dinamiche endosocietarie, poiché l'acquisto delle azioni involge un soggetto terzo; e poi, il socio di minoranza conserva la libertà di scegliere se avvantaggiarsi o meno delle condizioni economiche che il socio forte è riuscito ad ottenere e, dunque, ha facoltà di non avvalersi dell'accodamento ove reputi sconveniente il prezzo di cessione, senza che ciò ponga il socio di maggioranza in una simmetrica posizione di soggezione. Quest'ultimo, infatti, non subisce la manifestazione di volontà del socio beneficiario del *tag-along*, restando libero di alienare al terzo la partecipazione di cui sia titolare.

A tutto concedere i soci, in forza di una scelta statutaria, potrebbero optare per l'introduzione di correttivi atipici, idonei a presidiare con maggior forza l'attuazione del disinvestimento della partecipazione; si allude, ad esempio, all'eventuale previsione dell'obbligo di indicare un soggetto disposto all'acquisto delle azioni da cedere²¹², ovvero l'obbligo di curare il collocamento delle azioni sul mercato presso altri potenziali acquirenti, purché il temperamento stesso non aggravi l'incredibilità dell'azione e, anzi, favorisca la realizzazione dell'interesse del socio allo smobilizzo del suo investimento, a nulla rilevando il fatto che ad acquistare le azioni sia un soggetto diverso dalla società e dagli altri soci²¹³. In tale ottica, l'inutilità dei correttivi tipici - *in primis* del diritto di *exit* - risulta corroborata dalla tesi per la quale nelle società per azioni, «la possibilità del socio di sciogliersi dal rapporto sociale risiede nella (tendenzialmente) libera trasferibilità delle partecipazioni; una tecnica di uscita

limiti statuari alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento, cit., 178-194, cui si rinvia per ulteriori indicazioni bibliografiche; E. FREGONARA, *Le clausole di gradimento nel nuovo sistema societario tra "apertura" e "chiusura"*, in *Contr. e impr.*, 2003, 1319 ss.

²¹² La legittimità di un simile correttivo esterno è stata affermata, rispetto alla clausola di gradimento, da L. STANGHELLINI, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni, cit.*, 378 ss.; la tenuta delle argomentazioni dell'A. non sembra essere scalfita neppure in tale particolare ambito.

²¹³ Questo è infatti quanto naturalmente accade, nella fisiologia degli eventi, tramite le pattuizioni di accodamento. A ciò si aggiunga che, come evidenziato realisticamente da L. STANGHELLINI, *Sub art. 2355-*bis*, cit.*, 580, rispetto all'intento di dismettere l'investimento e realizzarne il valore «*pecunia non olet*».

dalla società (e di disinvestimento) assai più agevole, dal punto di vista pratico, dello stesso recesso²¹⁴».

Le interferenze tra la previsione delle clausole di covendita e i vincoli alla circolazione delle azioni andrebbero allora considerate in termini di specularità, perché mentre le pattuizioni di covendita regolamentano in via preventiva il disinvestimento, le clausole limitative della circolazione delle azioni condizionano le modificazioni soggettive della compagine e, dunque, anche la fuoriuscita dalla stessa²¹⁵. Tale prospettiva darebbe ragione a quella tendenza, che alligna soprattutto nell'ordinamento anglosassone, secondo la quale il diritto di trasferire costituisce il naturale corollario del *right of property* vantato sulla partecipazione azionaria²¹⁶, cui si accompagna la qualificazione in termini di eccezionalità²¹⁷ di eventuali limiti posti alla circolazione della stessa²¹⁸.

D'altro canto, soprattutto nel caso in cui vi sia incertezza in ordine alla disponibilità del terzo di rendersi acquirente di una partecipazione superiore a quella detenuta dal socio di maggioranza, o comunque allorquando si stabilisca espressamente che se il

²¹⁴ Testualmente, già prima della Riforma, M. STELLA RICHTER JR., *Il tempo nei contratti sociali e parasociali*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, 667. Di identico avviso: G. NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 7, Torino, 1997, 255 ss.; A. PACIELLO, *Scioglimento della società per azioni e revoca della liquidazione*, Napoli, 1999, 129 ss.

²¹⁵ Per le società chiuse, v. C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, 225 ss. e 302 ss.

²¹⁶ Le affermazioni di tale principio risalgono a tempi remoti: *Moffat v. Farquhar*, (1878) 7 Ch. 591, ivi 605-606; *Bede Steam Shipping Company limited* (1917) 1 Ch. 123; più di recente, *Smith and Fawcett Ltd.* (1942) Ch. 304. Cfr., H.R. HAHLO - M.J. TREBILCOCK, *Hablo's Casebook on Company Law*, London, 1977, 201 ss.

²¹⁷ Da qui la tesi, accolta anche nel nostro ordinamento dalla giurisprudenza prevalente, secondo la quale il principio di libera trasferibilità e circolazione delle partecipazioni sociali costituisce un 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 covendita; cfr., *ex plurimis*, App. Milano, 27 settembre 2012, n. 3099, in *Società*, 2012, 1357-1358, richiamata anche da L. DELLE VERGINI, *L'usufrutto nelle aule di giustizia*, ivi, 2016, 954.

²¹⁸ È quanto emerge anche dalla Section 544 n. 1 del *Companies Act* 2006 che recita: "The shares or other interest of any member in a company are transferable in accordance with the company's articles", oltre che, in giurisprudenza, dal noto arresto (Re) *Pool Shipping Co.* (1920) 1 Ch. 251., ove si ribadisce che tra più interpretazioni di un vincolo alla circolazione, tutte parimenti legittime e ammissibili, debba preferirsi quella che abbia la minore incidenza sulla libera trasferibilità del titolo.

terzo – il quale ha tutto l'interesse ad acquistare la totalità delle azioni o, comunque, un pacchetto che gli consenta di esercitare un certo peso in assemblea - non formula un'identica offerta al socio titolare del diritto, il socio vincolato non possa a sua volta vendere la partecipazione²¹⁹, deve valutarsi il rischio che, per le modalità di funzionamento del patto, l'accodamento degeneri in un vero e proprio divieto di trasferimento in capo al socio alienante²²⁰ e dunque ricada nella più ampia previsione dell'art. 1379 c.c.

1.2 Tag along e lock-up statutario: i rapporti con il divieto di alienazione.

Il divieto di alienazione, sia nella sua previsione generale di cui all'art. 1379 c.c., sia nella declinazione che assume in ambito societario, identifica - al pari delle clausole limitative della circolazione delle azioni - uno dei meccanismi che, con intensità variabile, può condizionare le scelte negoziali delle parti vincolate da una pattuizione di accodamento. Deve mettersi in luce che, sebbene il medesimo obiettivo risulti in astratto perseguibile anche tramite strutture negoziali diverse, nessuna di queste assicura l'alienazione congiunta e contestuale delle partecipazioni sociali con la stessa immediatezza di una clausola di *tag-along*, il cui nucleo essenziale è proprio quello di un accordo dei soci volto a realizzare una cessione coordinata delle partecipazioni sociali; non è dunque in discussione l'alienabilità delle azioni perché il socio di minoranza, oltre a conservare inalterata la sua libertà di accettare la dismissione del suo pacchetto avvantaggiandosi dell'accodamento, può anche cedere la sua partecipazione in un momento antecedente all'attivazione della covendita²²¹.

²¹⁹ Il meccanismo sarebbe in questi casi quello di un divieto convenzionale di alienazione sottoposto alla condizione risolutiva che il terzo acquirente formuli la sua offerta anche al socio titolare del diritto, da riportarsi – quanto ad efficacia reale - allo schema dell'art. 1357 c.c., con conseguente inopponibilità di un eventuale trasferimento in violazione della clausola sia ai terzi sia alla società.

²²⁰ L'eventualità è profilata da G. G. SALVATI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, cit., 261.

²²¹ Tale aspetto è evidenziato, tra gli altri, da M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1078-1079, il quale non ritiene «tale limitazione alla circolazione delle azioni riconducibile né ad un divieto assoluto di alienazione delle partecipazioni, efficace solo se contenuto nel termine massimo di cinque anni, né ad un trasferimento postposto al mero

È allora intuitiva l'impossibilità di predicare un'assimilazione tra *tag along* e divieto di alienazione²²² dal momento che la tutela della posizione del socio sembra sbilanciata in favore del diritto al disinvestimento in sé ed anzi risulta implementata in presenza di una clausola che contempra un divieto di cessione, benché neppure possa ipotizzarsi in assoluto un diritto soggettivo alla libera trasmissibilità della partecipazione azionaria; da ciò scaturisce il disfavore legislativo verso ogni vincolo contrattuale che sottragga le negoziazioni ai prezzi di mercato, nella misura in cui concorrerebbe alla lesione dell'interesse del socio ad una congrua monetizzazione del proprio investimento.

Le pattuizioni di covendita così ricostruite non possono infatti essere qualificate alla stregua di un divieto di alienazione puro e semplice: è fin troppo evidente la distanza strutturale e funzionale che le separa dall'ipotesi del patto di c.d. *lock-up* che, invece, ambisce ad assicurare, per un determinato arco di tempo²²³, la stabilità dell'assetto

gradimento degli altri soci, la cui efficacia è subordinata, in caso di diniego del *placet*, alla previsione di un obbligo di acquisto a carico della società o degli altri soci che assicuri al socio cedente la possibilità di realizzare per le sue azioni almeno il valore determinato in base all'applicazione dell'art. 2437-ter c.c. Infatti, l'incertezza in merito alla disponibilità del terzo di acquistare anche le partecipazioni dei soci di minoranza, che esercitano il loro diritto potestativo di co-vendita, non esclude in modo assoluto l'alienazione delle partecipazioni, che restano sempre cedibili ad un altro soggetto, né la limita in modo significativo. Del pari, il diritto di accordarsi nella vendita dei soci di minoranza non costituisce nemmeno un gradimento mero, in quanto la decisione in merito al trasferimento delle partecipazioni spetta esclusivamente al terzo acquirente e non ai soci.

²²² Che la libera circolazione della partecipazione sociale costituisca elemento tipologico della società azionaria era già stato a più riprese affermato da T. ASCARELLI, *Sui limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, cit., 213, il quale precisava, criticando una sua stessa opinione espressa in precedenza, che «l'art. 2355 è all'uopo chiarissimo: permette di limitare ma non permette di escludere la trasferibilità che così viene sancita (mi sembra) quale elemento tipico inderogabile e irrinunciabile della società per azioni». Vi è già in queste riflessioni l'idea che il principio di libera trasferibilità rivesta un carattere «primigenio» nell'ordinamento della società azionaria; per tale tesi, e per la correlazione del principio in discorso con quello di fissità del capitale, v. G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 2004, 12 ss.

²²³ La durata del vincolo («solo quei soci almeno per quel periodo») varia in ragione della finalità che il *lock-up* si prefigge (es. quotazione in borsa, stabilizzazione dell'andamento del titolo in un momento successivo alla quotazione medesima, valorizzazione della società in vista della cessione a terzi), sebbene si osservi, nella prassi, che il *lock-up period* risulta essere tanto più lungo quanto maggiori sono le asimmetrie informative che intercorrono tra i già soci e gli investitori terzi. V., *amplius*, G.A. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, cit., 153-160; nonché, per il distinguo tra *lock-up* e meccanismi di stabilizzazione connessi alle *over-allotment options*, v. E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, I, Milano, 2007, 283-285.

azionario e della gestione della società, strumentali ad avviare l'iniziativa imprenditoriale posta in essere dai soci di una *joint venture* e, dunque, idonei a giustificare la rinuncia alla pretesa di smobilizzare l'investimento effettuato nel breve termine. Nell'ipotesi del *lock-up* convenzionale, una parte assume l'obbligo di mantenere inalterata la titolarità di determinate percentuali di capitale e la durata di ciascun singolo impegno di blocco – il cui “costo” viene incorporato nel valore della partecipazione azionaria – è assoggettata a una diversa scansione temporale a seconda della parte che l'ha assunto. In sostanza, per effetto della cristallizzazione della compagine sociale (mediante l'immobilizzazione degli assetti proprietari) e della conservazione dell'impegno di ciascun socio nell'iniziativa imprenditoriale cui ha aderito²²⁴, il disinvestimento viene sì reso impraticabile ma, nel caso del *lock-up* statutario, la legittimità del meccanismo è ammessa purché si tratti di un divieto avente durata infraquinquennale (con termine finale conoscibile dal socio)²²⁵ e, comunque, non rinnovabile²²⁶.

Una volta che siano stati chiariti i punti di contatto della clausola di *tag-along* con le limitazioni alla circolazione dei titoli azionari di matrice convenzionale, restano da

²²⁴ Cfr. C.F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine sociale e clausole di lock up sociali e parasociali*, cit., 161, il quale richiama, rispetto alle società chiuse che raccolgono risorse sui mercati finanziari degli investitori istituzionali, i possibili riflessi reputazionali in capo agli altri soci allorché uno dei soci intenda fuoriuscire dalla compagine e “disimpegnarsi”.

²²⁵ Se le parti intendessero cristallizzare la compagine per un periodo superiore ai cinque anni, l'unica alternativa sarebbe quella di contemplare una clausola di *lock-up* in sede parasociale, e ciò a condizione che, in linea con l'art. 2341-*bis*, ult. co., c.c., la clausola sia strumentale «ad un accordo di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o servizi» e purché sia relativa «a società interamente posseduta», *recte*, sul presupposto che le parti contraenti detengano una partecipazione azionaria totalitaria.

²²⁶ C.F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine sociale e clausole di lock up sociali e parasociali*, cit., 169, nt. 20, il quale critica la massima del Consiglio notarile del Triveneto H.1.22 (pubbl. 9/2006), rubricata «Rinnovo del divieto statutario del trasferimento delle azioni», secondo la quale «è legittimo deliberare, con le maggioranze previste per le modifiche statutarie e nei limiti temporali di legge, il rinnovo del divieto di trasferimento delle azioni già contenuto nello statuto ai sensi dell'art. 2355-*bis*, comma 1, c.c. Tale delibera può essere adottata anche prima della scadenza del divieto previgente e può anche essere ulteriormente rinnovata. Qualora lo statuto non abbia escluso il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 2, lett. b), c.c., l'approvazione della delibera di rinnovo del divieto di vendita delle azioni attribuisce il diritto di recesso ai soci che non hanno concorso alla sua approvazione», poiché il divieto è posto a tutela della possibilità di disinvestire, obiettivo frustrato dalla soggezione ad una scelta della maggioranza che dilati il termine di intrasferibilità.

valutare i rapporti delle pattuizioni di accodamento con i limiti al trasferimento azionario che rinviengano la loro fonte nella legge; la soluzione si articola in termini di tendenziale incompatibilità²²⁷, con la conseguenza che il diritto di seguito è destinato a non trovare applicazione nell'eventualità in cui le azioni siano state emesse a seguito di un conferimento in natura e il procedimento di controllo della valutazione non sia stato ancora portato a termine dall'organo amministrativo (arg. ex art. 2343, comma 3, c.c.)²²⁸, così come nel caso di inalienabilità scaturente dalla circostanza che il socio abbia già formulato comunicazione di recesso (art. 2437-*bis*, comma 2, c.c.)²²⁹. La risposta negativa si impone anche rispetto alle azioni cui sia connesso l'obbligo di prestazioni accessorie (art. 2345 c.c.²³⁰), siccome l'operatività dell'accodamento è impedita a meno che non vi sia un consenso espresso degli amministratori, previa positiva valutazione delle caratteristiche soggettive del terzo potenziale acquirente. Di contro, non si ritiene fattore ostativo la circostanza che la società che detenga le azioni rispetto alle quali possa essere esercitato l'accodamento sia entrata in stato di liquidazione; inoltre, sebbene manchi un'indicazione normativa univoca nel senso dell'incompatibilità, l'attivazione del diritto di seguito andrebbe esclusa rispetto alle azioni che appartengano a un socio che sia stato dichiarato

²²⁷ Incompatibilità da affermarsi anche rispetto ad ipotesi contemplate nella legislazione speciale: es. azioni delle SIM, delle SGR e delle SICAV, ove manchi l'assenso della Banca d'Italia (art. 15, commi 1 e 2, t.u.b.); azioni delle società fiduciarie, in difetto del consenso espresso del c.d.a. (art. 3, comma 2, l. 23 novembre 1939, n. 1966).

²²⁸ Sul tema, senza pretesa di completezza, cfr. M. MIOLA, *I beni in natura conferibili*, in G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 1, t. 3, Torino, 2004, 220 ss.; G.M. PULVIRENTI, *Commento sub art. 2343*, in G. FAUCEGLIA-G. SCHIANO DI PEPE (diretto da), *Codice commentato delle s.p.a.*, Torino, 2006, 122 ss. G. FERRI JR., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura in società per azioni: considerazioni generali*, in *Riv. soc.*, 2009, 253 ss.; G. OLIVIERI, *I sistemi alternativi di valutazione dei conferimenti in natura nelle s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 217 ss.

²²⁹ La ragione alla base dell'incompatibilità tra il *tag-along* e le limitazioni legali appena richiamate risiede nella tutela dei terzi rispetto ad impreviste oscillazioni del valore economico dei titoli azionari.

²³⁰ In dottrina, v. G. COTTINO, *Prestazioni accessorie e poteri dell'assemblea*, in *Riv. soc.*, 1962, 18 ss.; P. BENAZZO, *Sub articolo 2345, cod. civ.*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (a cura di), *Le società per azioni*, Milano, 2016, I, 455 ss.; M. BARALDI, *Sulle prestazioni accessorie all'obbligo dei conferimenti nelle società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 2002, 44 ss.

moroso (*ex art. 2344 c.c.*), almeno fino a quando l'organo amministrativo non abbia tentato l'esperimento della vendita "a rischio e per conto del socio moroso"²³¹.

2. *La struttura della clausola statutaria di tag along.*

L'assenza di una previsione espressa del diritto di covendita nel nostro ordinamento comporta che il terreno elettivo di tale meccanismo coincide con il contesto statutario, dovendosi sondare, in tale ambito, le condizioni di ammissibilità delle pattuizioni di *tag-along* e i presupposti funzionali della clausola attraverso la lente della finalità perseguita dalla stessa (*i.e.* consentire al socio di minoranza di dismettere il proprio investimento in parallelo con la dismissione effettuata dal socio di riferimento). Può fin d'ora anticiparsi che la clausola statutaria di *tag along* è da ritenersi valida a condizione che non attribuisca al titolare del diritto un premio per la vendita tale da impedire la cessione da parte del socio primo alienante, il quale si vedrebbe penalizzato dalla ripartizione solitamente prevista per fronteggiare l'eventualità in cui il terzo potenziale acquirente non voglia acquisire entrambi i pacchetti.

La tradizionale collocazione delle clausole di covendita in patti parasociali appare ormai superata dalla crescente "statutarizzazione" delle stesse, in coerenza con quello che è stato definito un vero e proprio fenomeno di migrazione dal parasociale al sociale²³²; la scelta degli operatori economici di inserire gli accordi che

²³¹ Per le implicazioni connesse alla questione, v. A. DALMARTELLO, *L'esclusione dei soci dalle società commerciali*, Padova, 1937, 35 ss.; G.B. PORTALE, *Mancata attuazione del conferimento in natura e limiti del principio di effettività del capitale nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1998, 1 ss.; M.S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol.1, Torino, 2004, 339 ss.; E. RIMINI, *La mancata attuazione dei conferimenti in natura nelle società per azioni*, Milano, 1993, 76 ss.; M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, *passim*.

²³² M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in P. ABBADESSA- G.B. PORTALE, *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G. F. Campobasso, I, Torino, 2007, 611: «in tutti i casi in cui sussiste - in fatto e in diritto - l'alternativa tra il patto parasociale e la clausola statutaria, quest'ultima beneficia della possibilità di essere pattuita per l'intera durata della società, mentre il patto parasociale è soggetto, ora, al termine massimo quinquennale imposto in via inderogabile dal nuovo art. 2341-*bis*, comma 1, c.c.», a meno che non si ricada nell'ipotesi disciplinata dal comma 3 dell'art. 2341-*bis* c.c.

condizionano l'alienazione della partecipazione azionaria direttamente nel contratto sociale risente delle innovazioni che la Riforma ha apportato alla disciplina dei patti parasociali (limiti temporali, formalità pubblicitarie: artt. 2341-*bis*, 2341-*ter* c.c.), con la conseguenza che i soci, optando per il travaso di accordi parasociali direttamente negli statuti societari hanno di fatto manifestato la volontà di esentare i propri accordi dall'applicazione dei vincoli posti dalle norme richiamate e di munire i patti di accordamento di una sicura valenza organizzativa stante l'attitudine del programma statutario a dettare le regole di un futuro assetto di interessi e a vincolare anche soggetti che entrino a far parte della società in un momento successivo alla sua costituzione²³³ (e dunque non solo i soci presenti, ma anche quelli futuri, consenzienti e dissenzienti).

Con esclusivo riferimento alla clausola di *tag-along*, essa identifica, al contempo, una pattuizione facoltativamente parasociale e facoltativamente statutaria (nella misura in cui di certo non integra il contenuto minimo indispensabile dello statuto stesso); in tale ordine di idee, vale la pena verificare se, a dispetto della collocazione statutaria, rispetto alle clausole di *tag-along* possa affermarsene una persistente natura parasociale: tale ambiguità di qualificazione, di solito, ben si attaglia a quelle clausole che, seppur inserite nello statuto, non attengono alla società come fenomeno collettivo di organizzazione, che, in quanto tale, postula l'imputazione di situazioni giuridiche e degli effetti delle stesse mediante le regole operative degli organi dell'ente²³⁴. Tale duplicità di piani non pare poter essere utilmente replicata rispetto a questi meccanismi negoziali di trasmissibilità ostacolata della partecipazione

²³³ Assunto che si rivela in sintonia con la ricostruzione dello statuto come «complesso di regole e dati – riconducibili all'autonomia privata e in vario senso ai rapporti che scaturiscono dalla costituzione della società – che abbiano carattere non provvisorio», v. G.A. RESCIO, *Sulla natura e sulla forma degli statuti societari*, in *Riv. soc.*, 2005, 785.

²³⁴ Per un'impostazione di teoria generale, v. S. VALENTINI, *La collegialità nella teoria dell'organizzazione*, Milano, 1980, (rist.), 276 ss. e 289 ss., ad avviso del quale non vi è antinomia tra unanimità e collegialità, siccome l'opzione favorevole alla prima presuppone una rinuncia alla funzione di composizione di interessi contrapposti tradizionalmente assolta dalla seconda. Agli antipodi della classificazione richiamata nel testo si pone la ricostruzione manichea, e di certo inaccoglibile, di A. MORANO – T. MUSUMECI, *Brevi note in tema di patti parasociali*, in *Riv. not.*, 1989, 539, ad avviso dei quali «sociale» è tutto ciò che confluisce all'interno dell'atto costitutivo o dello statuto, mentre «parasociale» è tutto ciò che ne resta al di fuori.

azionaria, perché se è vero che si tratta di clausole attinenti allo smobilizzo della ricchezza individuale che la partecipazione medesima incorpora, nondimeno esse impattano sugli assetti proprietari e, di riflesso, condizionano l'in sé delle strutture corporative della società²³⁵.

Altri rinvencono il motivo principale dell'inserimento della clausola nello statuto in una prospettiva "sensazione di una qualche sua maggiore forza rispetto agli impegni assunti con i patti parasociali"²³⁶; la fallacia di un simile assunto emerge non appena si noti che per la modifica dei patti parasociali occorre comunque il consenso unanime, mentre per le modifiche statutarie è sufficiente il raggiungimento di una maggioranza qualificata ma, al di là di tale dato quantitativo, il problema merita di essere indagato da un diverso angolo visuale, siccome l'efficacia reale delle regole convenzionali contenute nello statuto – che conformano la circolazione della partecipazione azionaria – e la connessa opponibilità a terzi rappresentano solo uno degli aspetti da tenere in considerazione e, forse, anche quello di rilievo marginale. Deve infatti considerarsi che, per la loro conformazione, le pattuizioni di accodamento riguardano i rapporti di forza interni alla società, in particolare quelli che vedono coinvolti i soci di minoranza, ed è sul piano interno che esauriscono la loro efficacia, con la conseguenza che la rilevanza nei confronti dei terzi di un simile impegno negoziale è risibile, quando non inesistente; al più, nell'ipotesi di una clausola statutaria di accodamento formulata in modo impersonale²³⁷ e a condizione

²³⁵ Non occorre richiamare le elaborazioni della concezione istituzionalistica – di scarso successo nel nostro ordinamento se non in una sua versione "debole" ma, per il distinguo tra interesse del gruppo, in antitesi all'interesse individuale del singolo socio, e interesse istituzionale, si rinvia a A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento della società per azioni*, Milano, 1987, 229 ss.

²³⁶ In termini C. ANGELICI, *Fra "mercato" e società": a proposito di venture capital e drag along*, cit., 68, il quale rileva come «l'inserimento della clausola nello statuto sembra a volte quasi il risultato, piuttosto che di un razionale calcolo costi-benefici, della ricerca di una sorta di *status symbol*: quale deriva dalla sensazione di una sua particolare "sacralità"», e stigmatizza siffatta impostazione come il risultato di un «approccio impressionistico» al problema.

²³⁷ L'omessa indicazione nominativa dei soggetti interessati dal meccanismo di accodamento si baserebbe, tra l'altro, sull'esigenza di rispettare il principio di eguaglianza fra gli azionisti, ricavabile dall'art. 2348, comma 1, c.c., che vieta di discriminare, attraverso l'attribuzione di diritti *ad personam*, la posizione dei singoli soci; lo rileva N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinarsi ("drag-along")*, cit., 181, richiamato da L. BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, in *Contr. e impr.*, 2014, 1476. In questo modo, si verrebbe a creare un «diritto di quota», coerente con il divieto di differenziare la

che la stessa non trasmodi in una violazione del principio che vieta di imporre ai soci obbligazioni ulteriori rispetto al conferimento²³⁸, l'opponibilità potrebbe riguardare i terzi successivi acquirenti della partecipazione azionaria, vincolandoli al momento del loro ingresso in società e dando ragione a quell'impostazione secondo la quale la clausola vincolerebbe tanto le parti originarie del contratto sociale quanto i loro aventi causa²³⁹; tuttavia, una simile impostazione neppure sembra cogliere nel segno nella misura in cui l'opponibilità non può predicarsi nei confronti di un soggetto che non sia (più) terzo nei confronti della società per avere acquistato la qualità di socio a causa del trasferimento della partecipazione. Peraltro, appare molto

posizione degli azionisti, in quanto attributivo di una peculiare situazione giuridica a chiunque detenga una determinata quota del capitale sociale.

²³⁸ Si tratta di principio cardine dell'ordinamento societario, che vale ad impedire la possibilità di pretendere dai soci, contro la loro volontà, l'esecuzione di versamenti aggiuntivi di importo non predeterminato durante lo svolgimento del rapporto sociale. In luogo di tanti, V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, cit., 188: l'A. evidenzia che «il socio, una volta effettuato il conferimento iniziale, non può essere sottoposto ad alcun ulteriore obbligo, condizione od onere, né tantomeno all'onere di effettuare ulteriore conferimento». In tema, v. pure le osservazioni, solo in parte condivisibili, di G. RAGUSA MAGGIORE, *Obbligazioni sociali contenute un contratto (meramente) parasociale*, in *Dir. fall.*, 1960, II, 515. Per completezza, deve però osservarsi come il principio richiamato mostri segni di cedimento dinanzi alla introducibilità, in via statutaria o comunque pattizia, degli obblighi di prestazioni accessorie, ovvero di obbligazioni collaterali rispetto all'attuazione del disinvestimento della partecipazione, come testimoniano i correttivi di cui all'art. 2355-bis, comma 2, c.c. È il caso dell'obbligo di acquisto della partecipazione del socio che intende alienare le sue azioni, che assurge persino a condizione di efficacia della clausola di mero gradimento; se dunque il principio che preclude l'imposizione al socio di obblighi ulteriori rispetto al conferimento è funzionale ad evitare che questi sia costretto a sopportare sacrifici economici imprevisi o non voluti, esso non ha però «effetti preclusivi su eventuali obblighi di comportamento, agenti nel rapporto sociale sia nella direzione socio-società, sia nella direzione socio-socio, che non si traducono in sacrifici economici e conseguenti diminuzioni patrimoniali a carico del socio obbligato»: in termini, G.A. RESCIO *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario*, cit., 1070-1071. In dettaglio, dall'art. 2355-bis, comma 2, c.c. – previsione che fonda una condizione sospensiva del negozio di trasferimento delle azioni *inter partes* - si desume che i correttivi dell'obbligo di acquisto e del diritto di recesso sono rivolti al socio-alienante e postulano la persistente legittimazione di quest'ultimo nei confronti della società: essi mirano a tutelare l'interesse del socio che intende alienare la partecipazione, non quello, quanto meno direttamente, dell'acquirente.

²³⁹ È questa l'idea alla base delle riflessioni di G.A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 600, il quale valorizza l'attitudine delle regole sociali di s.p.a. di prescindere dalla posizione personale del singolo socio; allo studio dell'A. si rinvia anche nella parte in cui sottopone a critica l'elaborazione del criterio della natura organizzativa del patto (*recte*, della direzione del vincolo), *ivi*, 622-623; ID., *La disciplina dei patti parasociali dopo la legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 840 ss.

più lineare aderire al riconoscimento della valenza organizzativa della clausola in esame²⁴⁰ anche in nome di esigenze di certezza, poiché il terzo che entra in contatto con la società si ritiene automaticamente assoggettato alla struttura organizzativa di quest'ultima e, in caso di inadempimento agli obblighi che la pattuizione di accordamento pone, gode di una maggiore tutela, che gli deriva dalla possibilità di avvalersi, tra l'altro, del rimedio dell'esecuzione in forma specifica (art. 2932 c.c.), idoneo a presidiare con maggiore incisività la dismissione della partecipazione stessa²⁴¹.

Se allora la giustificazione causale sottesa ai patti di accordamento si rintraccia sul piano degli interessi delle parti nella negoziazione, la dialettica sociale-parasociale²⁴² può mantenere una residua (limitata) rilevanza solo sul piano dell'applicabilità di regole che attengono all'organizzazione endosocietaria²⁴³; una volta affermato che ai

²⁴⁰ Soluzione che, a parere di chi scrive, andrebbe vagliata con maggiore prudenza nell'ipotesi di una clausola di trascinamento, in ragione della contiguità rispetto alla fattispecie del riscatto azionario e della già denunciata perplessità rispetto a una «trasfigurazione» del *drag-along* inserita nell'assetto organizzativo della società; cfr. C. ANGELICI, *Fra "mercato" e società": a proposito di venture capital e drag along*, *cit.*, 71.

²⁴¹ Nel caso di violazione di clausola contenuta in accordi parasociali, non essendo questi assistiti da coercibilità in forma specifica, l'unico rimedio ipotizzabile è quello risarcitorio; cfr. V. BUONOCORE, *Commento a un patto parasociale*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 437; T. ASCARELLI, *Limiti di validità dei sindacati azionari*, in *Foro it.*, 1950, I, 175; G. FERRI, *Validità dei sindacati azionari*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1949, 13; G. SANTINI, *Esecuzione specifica di accordi parasociali?*, in *Arch. giur.* F. Serafini, CLXXIV, 1968, 482. Più di recente, E. MACRÌ, *L'efficacia dei patti parasociali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, 247, secondo cui l'unico limite all'applicabilità dell'art. 2932 c.c. è quello della determinatezza dell'obbligo assunto mediante il patto parasociale. In dottrina è frequente l'affermazione secondo la quale il rimedio previsto ex art. 2932 c.c. non potrebbe essere azionato vista la non coincidenza tra il destinatario della prestazione (società) e il legittimato a pretendere l'esecuzione (socio): A. TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005, 124, il quale esamina le tesi di G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, *cit.*, 271-272, nt. 21, secondo cui «l'art. 2932 potrebbe in ipotesi essere invocato dal solo destinatario della promessa: e per lo più il mandatario o è inizialmente indeterminato o è un terzo verso il quale i soci non assumono direttamente alcun obbligo (impegnandosi reciprocamente al conferimento)».

²⁴² C. ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in G.E. COLOMBO-G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, I, 1, Torino, 2004, 137 ss.

²⁴³ In argomento, v. G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, 522, secondo il quale «il fondamento della distinzione non dà luogo a perplessità, [...] quando il patto vincola solo alcuni soci e non tutti, la ragione di ordine soggettivo è sufficiente a constatare la separazione del parasociale dal sociale [...] altra volta la distinzione può fondarsi direttamente sul contenuto: così per il patto con il quale si convengano regole diverse dalle previsioni

fini della qualificazione di un accordo come parasociale si registra l'insufficienza dell'estraneità ai moduli formali dell'agire societario²⁴⁴, può sostenersi che la rilevanza statutaria delle clausole di *tag-along* si staglia come conseguenza naturale della valenza organizzativa che ad esse si ascrive, in quanto pretendono di «regolare, nel rapporto tra i soci, il diritto al mantenimento dell'investimento azionario e/o l'obbligo o la soggezione al relativo disinvestimento²⁴⁵». Ferma l'ammissibilità della collocazione statutaria delle clausole di accodamento, in uno alla opponibilità *erga omnes* delle stesse²⁴⁶, occorre ora indagarne la struttura e l'impatto sulle tecniche redazionali della clausola medesima: questa dovrà indicare, innanzitutto, il soggetto che si avvantaggia del diritto di seguito e, specularmente, la parte che sarà vincolata dal *tag along*. Ciò non esclude che la formulazione potrà risultare più impersonale, specie se destinata all'inserimento in statuto, prevedendo che il socio che sia in possesso di determinate caratteristiche possa avvalersi della clausola stessa; sul versante oggettivo, quest'ultima dovrà altresì contemplare – con un accettabile grado di chiarezza – il presupposto negoziale, ovvero il *trigger event*, che ne legittima

statuarie» ma, proprio con riguardo ai patti relativi alla circolazione delle azioni, il distinguo non è così immediato, come dimostra il criterio proposto dall'A. in base al quale «quando entrambe le collocazioni sono possibili (in ragione delle parti e del contenuto della stipulazione), questo fondamento sembra da individuare piuttosto nella stessa scelta delle parti e cioè nella loro autonomia negoziale: la inclusione o non inclusione nel contratto e nel procedimento sociali vale appunto [...] come indice di quella scelta», *ivi*, 523. Cfr. F. PERNAZZA, *Brevi riflessioni in tema di convenzioni parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, 163 ss.

²⁴⁴ L'inadeguatezza di criteri puramente formali è stata, da ultimo, ribadita anche da D. SCARPA, *Regolazione contrattuale del patto parasociale tra collegamento negoziale e autonomia privata*, in *Nuovo dir. soc.*, 2020, 587-588.

²⁴⁵ L'affermazione, estesa anche alle clausole di trascinarsi, si deve a G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur. comm.*, 2012, 1058.

²⁴⁶ Presidiata dalla pubblicazione dello statuto - e dalla contestuale iscrizione della società - nel registro delle imprese (arg. *ex art.* 2330 c.c.); si tratta di formalità pubblicitarie che rendono conoscibili i contenuti dello statuto ai terzi interessati e, per giunta, determinano rispetto a questi ultimi l'inopponibilità di eventuali modifiche dell'atto costitutivo prima che queste vengano iscritte nel registro delle imprese.

L'attivazione, oltre a una dettagliata regolamentazione dei rapporti intercorrenti tra il socio di minoranza e il terzo potenziale acquirente²⁴⁷.

L'evento attivatore, nella stragrande maggioranza dei casi, coinciderà con un'alienazione o, comunque, con altra vicenda traslativa della partecipazione azionaria, che dovrà essere circostanziata precisando le condizioni dell'offerta di acquisto e l'ammontare delle partecipazioni oggetto di seguito, siccome nulla impedisce alle parti di limitare quest'ultima solo ad una percentuale di azioni proporzionale a quanto trasferito dal socio di maggioranza²⁴⁸, anziché riferirsi alla totalità del pacchetto²⁴⁹. Tra i contenuti eventuali della pattuizione di *tag along*, potrà

²⁴⁷ Cfr., *amplius*, P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009, 158-159, il quale rimarca la necessità di adeguamento delle tecniche redazionali a questo vero e proprio «manifesto futurista anglosassone in ambito di clausole statutarie».

²⁴⁸ In tal caso, l'interesse del terzo ad ottenere l'acquisto del pieno controllo della società si arresta dinanzi alla proporzionalità delle quote, che includeranno sia una frazione delle quote del socio di maggioranza sia una parte di quelle del socio di minoranza, siccome il risultato è quello di una covendita parziale.

²⁴⁹ Una clausola statutaria di *tag-along* potrebbe allora risultare così formulata: «(i) Qualora uno o più soci decidano di vendere ad un terzo in un'unica soluzione, ovvero in più soluzioni riconducibili al/ai medesimo/i titolare/i, la partecipazione sociale che rappresenta complessivamente almeno il [__]% del capitale sociale ("Maggioranza"), è attribuito agli altri soci, titolari almeno del [__] del capitale stesso ("Minoranza"), il diritto di vendere allo stesso acquirente, alle medesime condizioni stabilite per l'acquisto della Maggioranza, tutte le (o parte delle) proprie partecipazioni di cui alla Minoranza. (ii) L'eventuale proposta di acquisto della Minoranza non sarà considerata idonea qualora sia offerto un prezzo di acquisto inferiore al valore delle medesime, determinato alla stregua dei criteri per il caso di esercizio del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437-ter c.c.

(iii) I soci che intendano vendere la Maggioranza sono obbligati a procurare un'offerta di acquisto irrevocabile ("Covendita") valida per [__] giorni a favore dei soci titolari della Minoranza, per tutte le (o parte delle) loro quote, alle medesime condizioni previste per l'alienazione della Maggioranza. Al fine di consentire l'esercizio della Covendita, questi devono dare comunicazione dell'offerta agli altri soci a mezzo di lettera raccomandata A.R. almeno [__] giorni prima della data fissata per il trasferimento della Maggioranza.

(iv) Il socio facente parte della Minoranza dovrà comunicare l'accettazione della proposta al terzo offerente a mezzo di lettera raccomandata A.R., da inviare entro e non oltre la scadenza dell'offerta, dandone comunicazione al socio/i di Maggioranza a mezzo di lettera raccomandata A.R. entro [__] giorni dalla comunicazione dell'accettazione all'offerente.

(v) Scaduto il termine dell'offerta del terzo, in mancanza dell'accettazione con le modalità sopra indicate da parte del socio di Minoranza, l'offerta stessa si intenderà decaduta e il socio di Maggioranza potrà cedere la propria partecipazione al terzo». Per un esempio di clausola parasociale di *tag-along*, v. D. PROVERBIO, *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*, Milanofiori Assago, 2010, 216-217; per una più diffusa disamina dei criteri redazionali della clausola, seppur focalizzata sul tipo s.r.l., L. DE MATTEIS, *La clausola di trascinamento inserita nello statuto di una società a responsabilità*

poi annoverarsi la previsione di un diritto di prelazione (v. *infra*) in favore della società stessa rispetto agli altri soci nell'acquisto delle azioni oggetto di cessione, che presupporrà una articolata individuazione delle modalità della *denuntiatio*²⁵⁰. Fermo restando che il presupposto operativo della clausola è la cessione da parte del socio di maggioranza ad un terzo della propria partecipazione, in vista della fuoriuscita dalla società della maggior parte del capitale sociale, non vi sono ostacoli a che, in un'ottica antielusiva, il diritto di covendita possa esser fatto valere dal socio di minoranza anche qualora la cessione sia scaglionata, suddivisa in più *tranches* coordinate fra loro. Tra i contenuti eventuali della clausola, in tali casi, si annoverano di solito sia la fissazione di una percentuale del capitale sociale trasferito, al di sotto della quale il diritto di accodamento non scatta, sia la definizione statutaria dei requisiti identificativi del "socio di maggioranza", strumentale ad evitare incertezze relative alla ricostruzione della portata soggettiva di applicazione della clausola (maggioranza assoluta o relativa sul capitale sociale), oltre che l'eventuale inserimento di un coefficiente aritmetico di calcolo per quantificare il numero massimo di azioni interessate dal *tag-along*.

La circostanza che attraverso le clausole di *tag-along* una parte leghi le sorti della propria partecipazione al trasferimento dei titoli detenuti dagli altri soci,

limitata e criteri redazionali, in *Giur. comm.*, 2017, I, 639 ss.; per una variante redazionale del *tag-along*, v. anche P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, cit., 161-163.

²⁵⁰ La necessità che la *denuntiatio* contenga un'indicazione circostanziata di tutti gli elementi della proposta contrattuale è sostenuta da tempi risalenti; cfr. M. ARATO, *Clausole di prelazione e clausole di gradimento nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1983, II, 322; la tesi opposta che rinviene nella *denuntiatio* una mera comunicazione preordinata a far conoscere al prelazionario la decisione di disporre della partecipazione sociale oggetto di preferenza e delle condizioni cui il promittente intende concludere il contratto con il terzo, è invece fatta propria da F. SANTORO PASSARELLI, *Struttura e funzioni della prelazione convenzionale*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1981, 703; G. GABRIELLI, *Lezioni sul contratto*, Trieste, 1982, 139. In ogni caso, al di là della ricostruzione per la quale si opti (mera *denuntiatio* non impegnativa o *denuntiatio*-proposta contrattuale, contenente tutti gli estremi dell'*ineunda* stipulazione), risultano ancora attuali i *caveat* di P. GRECO, *Sul patto di prelazione per la cessione di una quota di accomandante*, in *Riv. dir. comm.*, 1948, II, 231. Si consideri poi che la giurisprudenza di merito (Trib. Milano, 2 marzo 1998, in *Società*, 1998, 1959) ha sancito la legittimità di forme di comunicazione dell'intenzione di cedere le partecipazioni societarie che consentano al cedente di sottrarsi all'esercizio del diritto di prelazione degli altri soci, ad esempio subordinando espressamente la cessione delle azioni o delle quote a terzi alla rinuncia alla prelazione da parte dell'altro socio.

consolidando l'unitarietà del gruppo corporativo nei rapporti con i terzi acquirenti²⁵¹ giustifica che queste (come in parte si riscontra anche rispetto a quelle di *drag e bring along*) sono di solito strutturate come opzioni (*call o put*): nel caso del *tag-along*, è il socio di minoranza ad essere titolare di un'opzione *put*, e dunque egli ha il diritto di pretendere dal socio di maggioranza l'alienazione della propria partecipazione a favore del terzo potenziale acquirente²⁵².

La configurazione della clausola nei termini descritti potrebbe indurre a dubitare che le pattuizioni di accordamento si risolvano in una forma più o meno larvata di attribuzione di diritti particolari – in favore del singolo azionista, e dunque oggetto di un'assegnazione su base esclusivamente personale – destinata ad essere sanzionata con la nullità delle convenzioni corrispondenti per contrarietà a norma imperativa; sebbene l'obiezione appaia suggestiva, a ben vedere si tratta di una perplessità priva di fondamento non appena si valutino le modalità di riconoscimento del diritto di seguito ai singoli azionisti²⁵³: il diritto di aggregarsi all'alienazione cui abbia dato impulso il socio di riferimento e la simmetrica facoltà di indurre alla vendita, integrano diritti la cui attribuzione è scevra da indici di carattere personale. I diritti di co-vendita, sia nella forma del diritto di accordamento che in quella del trascinamento, sono assegnati ai singoli azionisti esclusivamente sulla base del raggiungimento di determinate soglie di partecipazione al capitale; così ricostruiti, essi identificherebbero una manifestazione - rinveniente la sua fonte nello statuto e in quanto tale avente una matrice di pura negozialità - dei cd. diritti di quota la cui configurabilità è risolta in senso espressamente affermativo in molteplici ambiti della

²⁵¹ Tale aspetto è enfatizzato da Trib. Milano, 25 giugno 2006, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 101 ss., con nota di E. MACRÌ, *Patto parasociale di prelazione e di co-vendita e denuntiatio*, secondo cui «in presenza di una clausola volta a determinare la cessione unitaria delle partecipazioni di tutti i soci aderenti ad un patto parasociale (patto c.d. di co-vendita), l'attivazione della relativa procedura di vendita impedisce al socio di alienare autonomamente le proprie azioni».

²⁵² All'opposto, con riguardo alle clausole di *drag-along*, il socio di maggioranza vanta un'opzione *call*, e cioè di pretendere l'acquisto, a favore del terzo, anche della partecipazione del socio di minoranza.

²⁵³ Di identico avviso, M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1073; L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, cit., 1038; G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, cit., 1057 ss.

disciplina societaria²⁵⁴ e della quale l'art. 2351, comma 3, c.c., che stabilisce che l'esercizio del diritto di voto possa essere validamente limitato a una misura massima o scaglionato²⁵⁵ “in relazione alla quantità delle azioni possedute dallo stesso soggetto”, rappresenta solo uno dei punti di emersione²⁵⁶.

2.1 Per un tentativo di individuazione della natura giuridica della covendita.

Affermata la legittimità delle clausole di *tag-along*, l'individuazione della natura giuridica del diritto statutario di covendita risente del fatto che nessuna delle strutture negoziali note, tipiche o atipiche che siano, consente di ottenere il risultato dell'alienazione congiunta delle partecipazioni sociali da parte di più soggetti con la stessa immediatezza con la quale le pattuizioni di covendita attuano una integrale sostituzione della compagine sociale; neppure però tale rilievo è sufficiente per sostenere che l'introduzione di tali clausole nell'articolato statutario valga a conferire alle pattuizioni richiamate la qualità di regola organizzativa della società, fino al punto da eliminare *ab imo* qualsivoglia esame fondato sulle categorie civilistiche²⁵⁷ e

²⁵⁴ L'espressione è stata impiegata, tra i primi, da M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 601, nt. 21. Tuttavia, la riconduzione del *tag-along* alla categoria dei diritti di quota impone di precisare che, anziché determinare l'esercizio di un diritto sociale (convocazione dell'assemblea, art. 2367 c.c.; rinvio dell'assemblea, art. 2374 c.c.), esso integra un diritto di quota egoistico, azionabile da ciascun socio che detenga la soglia statutaria di capitale prevista nel proprio ed esclusivo interesse. Cfr. pure P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 134-135.

²⁵⁵ Sulla clausola di voto a scalare, ammessa dall'art. 2351, comma 3, c.c. e un tempo prevista per legge (v. l'art. 157 c. comm. 1887), cfr. M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, 417 ss.; sul diverso problema dell'ammissibilità di una soglia minima per consentire l'esercizio del diritto di voto, talora risolto in termini di incompatibilità assoluta con l'ordinamento, v. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 132 ss.

²⁵⁶ Per tutti, v. G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 316, il quale osserva che «a ben vedere, l'art. 2351, 3° comma, c.c. non si occupa della struttura della fattispecie: la norma legittima un risultato – la limitazione del voto ad una misura massima in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto – senza descrivere il meccanismo tecnico mediante il quale lo si può ottenere. Ebbene, quel risultato è in astratto conseguibile in vario modo, e precisamente agendo sulla titolarità, o sull'esercizio e, quindi, sulla legittimazione, o ancora sul contenuto, cioè sull'intensità o forza, del diritto di voto».

²⁵⁷ È questa l'opinione (isolata) di M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1075.

ciò tanto più perché la cooperazione negoziale della minoranza risulta indefettibile ai fini del perfezionamento della struttura contrattuale, benché la stessa, in caso di *tag-along* statutario, non debba costituire oggetto di un'autonoma obbligazione di collaborazione dedotta nella clausola, rinvenendo la propria fonte direttamente nell'art. 2247 c.c.

Diversamente, ne uscirebbe pregiudicata la tutela della posizione del soggetto attivo della covendita: il rischio è che si attribuisca alla maggioranza la facoltà di espropriare il socio di minoranza, coniano, di fatto, una vera e propria *expropriation provision*, e andando ben al di là degli effetti positivi che l'alienazione congiunta della partecipazione azionaria ad un medesimo soggetto è in grado di esplicare soprattutto sul piano economico²⁵⁸.

Sebbene le clausole di *tag-along* siano meno delicate dal punto di vista della loro legittimità, esse possono assumere diverse declinazioni, foriere di una maggiore complessità di ricostruzione in diritto; ci si interroga se per tali pattuizioni possa predicarsi una qualificazione in termini di «clausole-negozio»²⁵⁹ e, dunque, considerarle alla stregua di un contratto autonomo: una simile proposta ricostruttiva non sembra meritevole di adesione poiché laddove il diritto statutario di covendita

²⁵⁸ Come già anticipato e come da più parti osservato in dottrina, «l'alienazione congiunta e nei confronti del medesimo soggetto dei beni o diritti di cui si tratta permetta di spuntare condizioni migliori rispetto alla somma di quelle presumibilmente ricavabili da alienazioni separate (il tutto ha un plusvalore rispetto alla somma dei valori delle parti)», così C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita» (tag along e drag along)*, cit., 373, cui si rinvia anche per il censimento di settori diversi da quello societario nei quali si registra l'interesse a un'alienazione coordinata di beni o diritti, *ivi*, 374-377; l'A. non manca di osservare l'affinità funzionale tra le pattuizioni di accodamento e l'o.p.a. obbligatoria, rispetto alla quale le prime costituirebbero un surrogato convenzionale: entrambe infatti perseguono l'obiettivo di consentire alla minoranza di liquidare il proprio investimento quando passa di mano il controllo sulla società, e di farlo tendenzialmente a parità di condizioni con la maggioranza (o, comunque, a condizioni non penalizzanti), *ivi*, 394-395, nt. 46.

²⁵⁹ La formula si rinviene in S. MAZZAMUTO, *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1512, e vale ad identificare «quelle clausole le quali, benché inserite in un più ampio regolamento contrattuale, soddisfino da sole tutti i requisiti di una fattispecie fornita degli elementi necessari alla produzione di effetti previsti dall'ordinamento giuridico e, quindi, idonee a vivere di vita autonoma: né più né meno che alla stregua di un autonomo contratto». Cfr. già M. FRAGALI, *Clausole, frammenti di clausole, rapporti tra clausole e negozio*, in *Giust. civ.*, 1959, 312 ss.; C. GRASSETTI, *Clausola del negozio*, in *Enc. dir.*, Milano, 1960, VII, 184-186.

sia inserito in statuto²⁶⁰, si attribuisce un diritto vero e proprio a un terzo estraneo alla compagine sociale, che però non mette capo ad un contratto a sé, peraltro intercorrente tra parti non determinate, ma rinviene la sua radice pur sempre nella collocazione formale della clausola di accodamento e nel più ampio contesto statutario cui essa appartiene. A dimostrazione di ciò, in caso di trasferimento di azioni avvenuto in violazione del diritto statutario di covendita, l'acquirente non avrà diritto di essere iscritto nel libro soci e non sarà legittimato all'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi: si tratta di conseguenze che confermano una volta di più l'efficacia reale e l'opponibilità *erga omnes*, ampiamente condivise, del *tag-along* statutario²⁶¹. Devono perciò selezionarsi le strutture negoziali più adatte al dato empirico alle quali le clausole di accodamento rispondono: attraverso le compravendite congiunte dei diversi pacchetti, l'acquirente consegue la titolarità di tutte le partecipazioni o comunque di una quota tale da fargli ottenere il controllo della società; rispetto a questo obiettivo non può dirsi insensibile l'individuazione degli strumenti negoziali più coerenti con le aspettative delle parti.

²⁶⁰ Una simile impostazione si rifletterebbe in negativo anche sul controverso regime di coercibilità della clausola di *tag along* che, secondo un'opinione isolata e scarsamente argomentata, darebbe origine ad un vincolo meramente obbligatorio: L. PONTI-P. PANELLA, *La preferenza nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003, 221.

²⁶¹ L'opponibilità di dette clausole ai terzi acquirenti, in quanto risultanti dal testo di statuto depositato presso il registro delle imprese, rafforza la valenza organizzativa delle stesse. L'inserimento di tali meccanismi in statuto, come affermato (rispetto al *drag-along*) da Trib. Milano, 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 1373, con nota di C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di drag along: chi era costei?*, «può rispondere ad un interesse sociale nella misura in cui mira anche a disinnescare *a priori* la conflittualità interna alla società che potrebbe essere alimentata dal peso in concreto della quota di minoranza e da un possibile abuso del potere di controllo, e quindi a garantire l'omogeneità della compagine sociale e la coesione dei soci», nonché in *Riv. dir. comm.*, 2010, II, 113 ss., con nota di L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola drag along*, e in *Riv. dir. soc.*, 2010, II, 370 ss., con nota di E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*; in questo caso, lo si ricorda, tra le condizioni pattuite con il terzo potenziale acquirente per la cessione della partecipazione figurava anche quella di una rinuncia a proporre azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori. A. NEGRI CLEMENTI - N. PERRICONE, *Modifiche statutarie e clausole di circolazione della partecipazione: una questione di quorum o di equa valorizzazione?*, in *Società*, 2015, 965. Osserva L. STANGHELLINI, *Corporate governance in Italy: strong owners, faithful managers. An assessment and a proposal for reform*, in *Indiana International & Comparative Law Review*, 1995, vol. 6, 91 ss., che la struttura proprietaria che connota le società non quotate fa sì che il «dissent over the management of unlisted companies is more likely to be the product of conflicts among shareholders than to be their cause», *ivi*, 134.

Posto che lo schema del *tag-along* risulta essere binario, «se vendi, ti obblighi a farmi vendere con te», oppure «non venderai, a meno che tu non mi metta in condizione di vendere a mia volta», qualunque tentativo volto a ricondurre le due fattispecie ad un'unica struttura contrattuale mediante l'individuazione di una figura negoziale che possa adattarsi a ogni variabile del patto di covendita si rivelerebbe fallimentare. Piuttosto, come osservato, il risultato potrà dirsi raggiunto qualora l'interprete riesca ad «individuare un gruppo di strutture all'interno delle quali ha maggiore probabilità di orientarsi la scelta delle parti²⁶²».

Sicura appare l'incompatibilità del *tag-along* con il mandato ad alienare²⁶³ (che, invece, ben si attaglia, almeno in linea di principio, alle clausole di trascinamento) poiché la necessità di tutelare l'interesse di un soggetto a vincolare un altro a che non venda senza aver messo il primo in condizione di fare altrettanto, si regge su una situazione di sostanziale asimmetria tra le parti; la soluzione negativa si impone per una serie di considerazioni: innanzitutto, sembra inverosimile che il socio di minoranza (titolare naturale del diritto di accodamento) riesca a farsi affidare l'incarico; poi, quand'anche il contratto di mandato venisse stipulato e fosse irrevocabile, le pressioni dei soci di maggioranza potrebbero indurre il mandante a vendere direttamente, privando di tutela reale il mandatario²⁶⁴, al quale residuerebbe soltanto

²⁶² Mutuo tale rilievo da C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita» (tag along e drag along)*, cit., 380. Cfr. pure G. AGRUSTI, *Le clausole di drag along e tag along*, in *Amm. e finanza*, 2014, 34 ss.

²⁶³ Si tratterebbe, nel caso del *drag-along* di mandato irrevocabile a vendere conferito, ai sensi dell'art. 1723, comma 3, c.c., anche nell'interesse del mandatario (c.d. mandato *in rem propriam*). Senza alcuna pretesa di completezza: A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, vol. XXXII, Milano 1984, 92 ss.; ID., *Il mandato e la commissione*, in *Tratt. Rescigno*, vol. XII, Torino 1985, 24 ss.; L. NANNI, *La revoca del mandato*, Padova 1992, 63 ss.; ID., in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma 1994, p. 99 ss.; B. CARPINO, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Tratt. Bessone*, vol. XIV, Torino 2007, 147 ss. Il mandato irrevocabile a vendere ben si adatterebbe al caso limite in cui il soggetto obbligato non solo si impegna a vendere congiuntamente allo stipulante, ma si impegna anche a non alienare fino a quando non lo faccia la controparte, con la conseguenza che finché ciò non avvenga l'obbligato conserva intatto il suo potere dispositivo. Per le differenze tra il contratto di mandato e la figura del *pactum de contrahendo cum tertio*, cfr. G. GABRIELLI, *Il contratto preliminare*, Milano, 1970, 344 ss.; G.L. PELLIZZI, *Obbligo di contrarre con terzi in nome e per conto proprio*, in *Foro pad.*, 1950, 611 ss.; G. MINERVINI, *Il mandato — La commissione — La spedizione*, in *Tratt. Vassalli*, Torino 1954, 9.

²⁶⁴ Problema che non si porrebbe ove il *drag-along* venisse ricondotto alla figura del contratto preliminare unilaterale, stante la sicura azionabilità del rimedio ex art. 2932 c.c.

la proponibilità di un'azione risarcitoria. Peraltro, lo squilibrio tra le parti neppure verrebbe arginato attraverso uno strumento di coazione indiretta all'adempimento, quale ad esempio la pattuizione di una clausola penale che, per quanto diffusa nelle convenzioni parasociali con l'intento di rafforzare gli impegni di covendita, non sarebbe in grado di sortire effetti di *overdeterrence*, siccome ridicibile *ex officio* dal giudice²⁶⁵. Nondimeno, il principale limite che il mandato ad alienare sconta si rintraccia nella configurazione degli obblighi del mandatario²⁶⁶, il cui interesse di certo non può considerarsi anteposto a quello del mandante, soprattutto in quelle ipotesi in cui non possano essere contemporaneamente soddisfatte le aspettative di entrambe le parti, come si verifica quando, ad esempio, si trovi un soggetto disposto ad acquisire il controllo della società ma solo entro una determinata soglia quantitativa non sufficiente a coprire l'alienazione di entrambi i pacchetti azionari. Ove si ammettesse una diversa graduazione del soddisfacimento degli interessi delle parti coinvolte nell'operazione, si amplificherebbe il conflitto di interessi tra le stesse: è noto il disvalore con cui l'ordinamento tratta il compimento di un negozio gestorio da parte di un rappresentante in conflitto di interessi, la cui sanzione (reiezione degli effetti: arg. *ex art.* 1711, comma 1, c.c.), tuttavia, non trova spazio nell'ipotesi in cui il conflitto si stato generato da una condotta omissiva²⁶⁷ (es. omessa alienazione della partecipazione). Al dato di diritto positivo, si aggiunge poi un rilievo - invero difficilmente superabile - di ordine pratico, siccome risulta arduo verificare se il divieto di agire in conflitto di interessi arrivi al punto di obbligare il mandatario ad astenersi dal vendere sua partecipazione, quando l'alienazione simultanea e

²⁶⁵ Specie all'indomani della chiara presa di posizione di C. Cost., 2 aprile 2014, n. 77., in *Foro it.*, 2014, 2036 ss., con nota, tra gli altri, di E. SCODITTI, *Il diritto dei contratti fra costruzione giuridica e interpretazione adeguatrice*, e di R. PARDOLESI, *Un nuovo super-potere giudiziario: la buona fede adeguatrice e demolitoria*. Alcuni si spingono fino ad ipotizzare una clausola penale che costringa il soggetto passivo a corrispondere una somma di denaro in forza della mera violazione compiuta, a prescindere dalla prova del danno procurato, così L. PONTI – P. PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, 2006, 205.

²⁶⁶ Per l'analisi degli obblighi di cooperazione del mandante: L. D'ALESSANDRO, *La cooperazione del mandante nel rapporto di gestione*, Milano 2002, 503 ss.

²⁶⁷ Conflitto di interessi omissivo che ora trova espressa tipizzazione nell'art. 2391, comma 4, c.c.; oltre che nella disciplina di cui all'art. 321 c.c. In dottrina, per tutti, v. A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 739 ss.

congiunta di quella del mandante ne risulti preclusa; a meno che non si convenga in una pattuizione accessoria un espresso divieto al mandatario di alienare le cose sue fino a quando potrà alienare anche quelle del mandante oppure, in via subordinata, nel caso in cui non risulti possibile alienare per intero le azioni del rappresentato, quest'ultimo trasferisca al terzo la quantità richiesta prelevando una partecipazione proporzionale dalle partecipazioni di cui siano titolari entrambe le parti.

La circostanza che le clausole di *tag-along* coordinino la fuoriuscita da una determinata compagine sociale, tendenzialmente nella sua interezza, ed il subentro ad essa di una nuova proprietà, impedisce ogni ricostruzione delle stesse in termini di *pactum de non alienando*, nonostante l'indubbio vantaggio dell'efficacia reale che a questo si attribuirebbe ove il diritto di covendita fosse contenuto nello stesso contratto sociale: in quest'ambito, difetta infatti il presupposto di base, vale a dire la qualificazione in termini di limiti al trasferimento non solo di ostacoli in negativo al potere di disporre, ma anche di fattori positivi condizionanti l'alienazione²⁶⁸.

Pur nella sostanziale omogeneità degli effetti perseguiti, l'esame della molteplicità di strutture tramite le quali il diritto statutario di covendita si manifesta impedisce di individuare un unico schema negoziale di base, fino al punto da indurre a riconsiderare, come si vedrà, opzioni ricostruttive delle quali si è anticipata l'inadeguatezza.

Se è innegabile che il nucleo essenziale del *tag-along* può riassumersi nel «non venderai, a meno che tu non mi metta in condizione di vendere a mia volta», con un meccanismo agevolmente riconducibile ad una obbligazione unilaterale di acquistare assunta per lo stipulante medesimo o per persona da nominare, sotto la condizione sospensiva della vendita che il promittente faccia della cosa sua ad un terzo²⁶⁹, va

²⁶⁸ Non sono mancate autorevoli proposte ricostruttive che hanno rimarcato l'ambivalenza sottesa al patto di preferenza, cfr. P. RESCIGNO, *Obbligazioni (nozioni generali)*, in *Enc. dir.*, vol. XXIX, Milano 1979, 193, che rileva come «nell'obbligo di preferire un soggetto nella stipulazione di un contratto possono ravvisarsi, a seconda della prospettiva che si voglia adottare, così la condotta positiva diretta a preferire, come l'astensione dallo stipulare con ogni altro soggetto».

²⁶⁹ La dottrina si esprime ormai in senso favorevole all'ammissibilità di un contratto con prestazione da eseguire ad un terzo: cfr. già P. SCHLESINGER, *Il pagamento al terzo*, Milano, 1961, 19; per il

però osservato che il diritto statutario di covendita può presentare contenuti ulteriori, e anzi porsi come risultato della combinazione di plurimi schemi, variamente articolati²⁷⁰. La soluzione prospettabile non può essere unica.

Una clausola di covendita così formulata «per il caso che tu venda, prometti che il compratore mi proporrà di acquistare anche la cosa mia alle stesse condizioni (o comunque a condizioni predeterminate, ovvero ancora determinabili in ragione di criteri dati)» sembra richiamare la figura della promessa condizionata del fatto del terzo (art. 1381 c.c.)²⁷¹, con tutto ciò che ne consegue in punto di determinazione della natura giuridica e determinazione quantitativa dell'indennità, nonché rispetto ai rapporti tra quest'ultima e l'eventuale risarcimento del danno, ove si affermi che la promessa contiene anche un impegno ad adoperarsi affinché il terzo si comporti in un certo modo o ponga in essere determinati atti²⁷².

preliminare con prestazione al terzo, v. G. GABRIELLI – V. FRANCESCHELLI, voce «*Contratto preliminare (dir. civ.)*», in *Enc. giur.*, IX, Roma, 1988, 15.

²⁷⁰ Si pensi alla sua riconducibilità ai moduli procedimentali dell'opzione, ovvero del contratto a favore di terzo (1411 c.c.). In dottrina, per le molteplici funzioni del contratto di opzione, v. E. PANZARINI, *Il contratto di opzione, cit.*, 245 ss. e, per la strumentalità di tale negozio rispetto a finalità di organizzazione di investimenti societari, *ivi*, 256 ss.; ID., *Il contratto di opzione. Effetti e disciplina*, Milano, 2018, 281 ss., cui si rimanda anche per il giudizio di validità delle clausole statutarie di trascinamento. Per la seconda ipotesi ricostruttiva, *ex multis*: L.V. MOSCARINI, *Il contratto a favore di terzi*, Milano, 2012, *passim*.

²⁷¹ In dottrina, v. F. ALCARO, voce *Promessa del fatto del terzo*, in *Enc. dir.*, XXXVII, Milano, 1988, 70 ss.; M.C. CHERUBINI, *La promessa del fatto del terzo*, Milano, 1992, 28 ss.; ID., *In tema di rapporti tra promessa del fatto del terzo e garanzie del credito*, in *Contr. e impr.*, 1989, 581 ss.; A. CECCHINI, *La promessa del fatto del terzo*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, 563 ss.; C. DUBOLINO – F. COSTA, voce *Promessa del fatto del terzo*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, XV, Torino, 1996, 381 ss.; G. SCALFI, *La promessa del fatto altrui*, Milano-Varese, 1955, 35 ss.; E. BRIGANTI, *Fideiussione e promessa del fatto altrui*, Napoli, 1981, 107 ss.; F. MASTROPAOLO, *Promessa del fatto altrui, garanzie personali e sindacati di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, spec. 711 ss.; S. TRIVELLONI, voce *Obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato*, in *Enc. giur.*, XV, Roma, 2006, 4 ss., cui si rinvia per le perplessità manifestate rispetto alla ricostruzione della fattispecie in esame in termini di obbligazione di fare che abbia ad oggetto un fatto altrui, nonché per la critica all'idea bettiana secondo la quale dalla promessa scaturirebbe un'obbligazione di garanzia. Per una compiuta analisi degli aspetti strutturali dell'istituto, v. P. CORRIAS, *Garanzia pura e contratti di rischio*, Milano, 2006, 83-123.

²⁷² Cfr. R. NICOLÒ, *L'adempimento dell'obbligo altrui*, Milano, 1936, *passim*; C.M. BIANCA, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2014, 287 ss., secondo il quale «obbligazioni del fatto altrui sono le obbligazioni in cui il debitore è obbligato a che un terzo tenga un certo comportamento positivo o negativo, stipulando o non stipulando un negozio giuridico, assumendo un'obbligazione, rinunciando ad un diritto, astenendosi da un acquisto, [...]». Non pare condivisibile l'opinione di M. RUBINO DE RITIS,

Non pone particolari problemi a livello strutturale una clausola di accodamento del seguente tenore: «prometti di non vendere, a meno che non mi procuri la possibilità di vendere a mia volta». Essa integra un impegno di non alienare, risolutivamente condizionato ad una proposta di compravendita rispondente a determinate caratteristiche che il terzo destini allo stipulante: un'alienazione condizionata in questi termini risulta pienamente ammissibile purché rispetti i parametri dettati dall'art. 1379 c.c., primo fra tutti quello dei convenienti limiti di tempo.

Ibrida è invece una pattuizione di accodamento così formulata: «per l'ipotesi che tu venda e che il tuo compratore si rifiuti di acquistare anche la cosa mia, ti obblighi a comprarla tu»; tale variante sembra far leva sul meccanismo del contratto preliminare (variamente condizionato), sebbene l'obiettivo costante resti quello di garantire allo stipulante il risultato di riuscire a vendere la cosa propria ove il promittente alieni la sua. La fattispecie si connota per la gradualità degli effetti della cessione della partecipazione azionaria; infatti, se il promittente non riuscirà a far acquistare dal terzo, dovrà comprare egli stesso²⁷³, e ciò sia ove l'acquisto del promittente si ponga come conseguenza della mancanza o della inefficacia della *electio amici*, sia ove rappresenti l'effetto naturale dell'avveramento di una condizione negativa (il mancato acquisto da parte del terzo).

Dalle varie ipotesi vagliate emerge che la soluzione preferibile appare quella che riconduce le pattuizioni di accodamento entro lo schema negoziale della promessa del fatto del terzo (art. 1381 c.c.)²⁷⁴ che, del resto, ha trovato spazio anche per

Trasferimento di pacchetti azionari di controllo: clausole contrattuali e limiti all'autonomia privata, cit., 889 ss., nella parte in cui sostiene che l'utilizzo della parola «fatto», in luogo di «atto», varrebbe a ricomprendere in questa nozione anche la promessa di una situazione (es. garanzia della consistenza patrimoniale della società in sede di alienazione di partecipazioni azionarie).

²⁷³ Si tratta di esito non sovrapponibile alla tutela basata sulla corresponsione di un'indennità ex art. 1381 c.c., ovvero un risarcimento dei danni per inadempimento del promittente. In questa fattispecie, lo stipulante gode di una tutela reale, nei confronti del promittente ovvero del terzo, nella misura in cui gli spetta il diritto alla conclusione del contratto di compravendita, azionabile in forma specifica ex art. 2932 c.c., con un effetto analogo a quello che si ottiene allorquando all'avente diritto alla covendita venga accordata, in caso di mancato acquisto da parte del terzo, un'opzione *put* verso l'alienante, ed esercitabile solo se il soggetto oblato deciderà di alienare ed il suo acquirente non avrà proposto di comprare anche la partecipazione del soggetto beneficiario dell'opzione medesima.

²⁷⁴ Con la peculiarità che il terzo, all'atto della stipulazione, è indeterminato.

qualificare la clausola con cui, in occasione di un'operazione di cessione del pacchetto azionario di una società controllata concordata a mezzo di contratto preliminare, la promittente alienante si sia impegnata ad ottenere l'approvazione dell'operazione da parte della società capogruppo, con la conseguenza che, in caso di decisione negativa della capogruppo, spetta alla società controllata valutare se esporsi alla responsabilità infragruppo ovvero all'azione d'inadempimento che il promissario acquirente è legittimato a proporre²⁷⁵. Il fatto altrui, nel caso delle clausole di *tag-along*, consisterebbe nell'acquisto delle partecipazioni spettanti ai soci promissari, subordinato alla condizione che questi ultimi, manifestando la volontà di aggregarsi al promittente, dichiarino di essere disposti a cedere i loro titoli azionari verso un corrispettivo stabilito *per relationem*, in linea con quello già offerto o convenuto per la quota del promittente medesimo²⁷⁶. Il terzo, all'atto del perfezionarsi dell'accordo, risulta ancora indeterminato, ma verrà poi identificato con chi si offre di acquistare, ad un prezzo giudicato congruo dall'oblato, la quota del promittente, ovvero con l'avente causa di quest'ultimo. La estraneità del terzo all'accordo dal quale gemma la promessa – la cui riconducibilità alle fattispecie di cui all'art. 1987 c.c. deve essere certamente smentita, stante il nucleo contrattuale che la sorregge – fa sì che questi sia libero da vincoli obbligatori nei confronti del promissario; da ciò discende che ove si rifiuti di obbligarsi o non ponga in essere il fatto promesso da altri, l'obbligo di indennizzare la controparte, che si è fatta garante di una condotta che non è stata tenuta, graverà solo sul promittente.

Attraverso il meccanismo contrattuale della promessa del fatto o dell'obbligazione del terzo, infatti, il socio di maggioranza assume su di sé il peso della condotta posta in essere dal terzo; aderendo alla ricostruzione dell'art. 1381 c.c. alla stregua di un'obbligazione di garanzia, e non di un'autonoma obbligazione di *facere*, il socio

²⁷⁵ È questa la tesi affermata da Trib. Milano, 30 agosto 2011, n. 10736, in *Società*, 2011, 1343.

²⁷⁶ E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, 237; di contrario avviso, N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, II, 67. Nel senso della riconducibilità del *tag-along* all'art. 1381, anche la massima n. 7 del Consiglio notarile di Roma, *cit.*

forte si impegna a che il terzo proceda ad acquistare anche le quote del socio di minoranza, e si fa carico del rischio che ciò che egli stesso ha promesso non venga poi eseguito²⁷⁷. Al fine di garantire maggiore incisività al meccanismo, nulla impedisce di prevedere a carico dell'obbligato una *put option* in funzione di garanzia dell'esatto adempimento; adottando tale soluzione, mentre l'inadempimento di un obbligo di covendita – qualificato in termini strutturali come promessa del fatto del terzo – fa scattare l'obbligo di prestare un'indennità, l'inadempimento di una *put option* determina il risarcimento del danno, rimedio più conveniente per l'avente diritto. Si tratterebbe di una contromisura particolarmente utile a salvaguardare la piena operatività della clausola di *tag-along* in quei casi in cui il socio di maggioranza, dal lato passivo obbligato alla vendita congiunta, riceva un'offerta che non voglia coprire l'acquisto dell'intero capitale sociale, ma voglia limitarsi a rilevarne una soglia inferiore²⁷⁸. Poiché la promessa si attualizza solo nel momento in cui un soggetto estraneo alla compagine sociale acquista la quota del promittente o propone di acquistare tale quota alle condizioni che l'oblato intende accettare, occorre che, affinché i promissari possano scegliere di dismettere o meno la propria quota, i presupposti della cessione debbano essere portati a conoscenza di questi ultimi. Affinché il terzo ponga in essere il fatto promesso e la vicenda contrattuale si perfezioni, il promittente si obbligherà anche ad informare le controparti delle condizioni alle quali il terzo intende acquisire la partecipazione: da ciò emerge che la riuscita dell'operazione è subordinata a che, all'esito di una valutazione di

²⁷⁷ Attuando una coercibilità in via indiretta di tali strumenti, oltre alla già richiamata possibilità di pattuire una clausola penale, potrebbe ipotizzarsi la costituzione di un pegno sulle azioni del socio di maggioranza obbligato.

²⁷⁸ Diverso sarebbe il caso di una previsione statutaria che, per l'eventualità che le azioni non siano state acquistate dai soci destinatari di un diritto di prelazione, attribuisca agli stessi soci (che non abbiano formulato l'offerta di cessione al terzo non socio) il diritto di concorrere all'alienazione delle azioni alienande, partecipandovi in misura proporzionale alle azioni a loro rispettivamente intestate. In un'ipotesi siffatta, non vi sarebbe una clausola di accodamento pura, dal momento che ai soci diversi dal cedente spetterebbe un vero e proprio diritto di carattere potestativo, cui fa da contraltare una posizione di soggezione del cedente, il quale può solo subentrare *pro quota* nel programmato contratto di cessione delle partecipazioni. Cfr., sebbene ante Riforma, Trib. Monza, 7 maggio 1997, in *Società*, 1997, 1304, decisione resa in una vicenda riguardante una fattispecie negoziale basata sulla combinazione tra un diritto di prelazione e un distinto diritto di concorrere *pro quota* all'atto traslativo, al primo inscindibilmente connesso.

convenienza, tali soci dichiarino di essere disposti a vendere alle medesime condizioni. Se è innegabile che questo rappresenta uno dei fattori condizionali dal cui verificarsi dipende l'efficacia degli obblighi nascenti dalla promessa, siano essi di *facere* o di mera garanzia, è altrettanto evidente che esso si estrinseca in una manifestazione di volontà del promittente (vendita della sua quota ovvero dichiarazione, seria e circostanziata, di volerla alienare): tale elemento solleva dubbi in ordine alla validità della stipulazione nella misura in cui, ai sensi dell'art. 1355 c.c., l'assunzione di un obbligo sospensivamente condizionato alla mera volontà del debitore è sanzionata con la nullità. Tuttavia, per quanto suggestiva, l'obiezione è superabile non appena si osservi che l'art. 1355 c.c. riguarda soltanto la condizione meramente potestativa, la quale non è in alcun modo equiparabile alla condizione potestativa semplice rispetto alla quale il fatto volontario di una parte si collega a motivi oggettivamente apprezzabili e, diversamente dal caso della condizione meramente potestativa, l'avveramento o meno di tale fatto non può ritenersi indifferente per il contraente stesso²⁷⁹. Tale elemento condizionante sarebbe posto a garanzia della libertà di scelta del contraente in ordine al compimento o meno dell'atto dedotto in condizione²⁸⁰, ed è proprio questa la cifra che caratterizza la pattuizione di accodamento, nella cui economia la condizione sospensiva è dettata a vantaggio del promittente, con l'obiettivo di salvaguardare la sua libertà di scegliere se e quando alienare la propria quota (con il limite, ove si determini per la cessione, di attivarsi affinché il terzo onori la promessa da lui formulata).

²⁷⁹ Il distinguo è chiarito dalla migliore dottrina civilistica: E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*², in *Trattato Vassalli*, XV, II, Torino, 1952, 534; P. RESCIGNO, voce *Condizione (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, VIII, 1961, 795. In argomento, v. pure A. NATUCCI, *Vicende preclusive, preparatorie condizionanti*, in C. GRANELLI (a cura di) *Formazione*, in V. ROPPO (diretto da), *Trattato del contratto*, Milano, 2007, I, 458 ss.; G. GABRIELLI, *Il rapporto giuridico preparatorio*, Milano, 1974, 266 ss.

²⁸⁰ Il socio di maggioranza riveste la posizione di promittente nei confronti del socio debole in relazione al *facere* del terzo (= acquisto dell'insieme delle partecipazioni, incluse quelle di minoranza). L'evento futuro e incerto che condiziona l'accordo di *tag-along* coincide proprio con la volontà del socio di maggioranza di alienare le proprie azioni a un terzo estraneo alla compagine sociale.

Ciò dimostra in ogni caso che l'evento descritto non integra una condizione meramente potestativa bensì, più correttamente, una condizione mista²⁸¹, almeno in tutte le ipotesi in cui gli effetti della promessa sono subordinati alla vendita della quota spettante al promittente perché l'avveramento della condizione risente non solo della volontà del promittente stesso ma anche di quella del suo avente causa.

In sostanza, a livello strutturale, il diritto di covendita opera in modo tale che l'efficacia dell'alienazione effettuata dal socio di riferimento in favore del terzo acquirente sia subordinata alla condizione sospensiva che, entro un determinato termine, nessun altro socio aderisca alla vendita stessa con la propria partecipazione, con la conseguenza che, ove una simile richiesta manchi, il socio cedente e l'acquirente attueranno il programma traslativo divisato.

Di contro, ove sopraggiungesse una richiesta di accodamento, questa introdurrebbe un nuovo segmento della negoziazione: il mancato avveramento della condizione, da un lato, impedirebbe al contratto stipulato in origine di acquisire efficacia e, dall'altro, il terzo risulterebbe destinatario di una diversa proposta di vendita, avente ad oggetto una partecipazione quantitativamente incrementata; se il terzo acquirente intende accettare questa nuova proposta, la cessione si intenderà immediatamente perfezionata, con contestuale soddisfazione degli interessi dell'originario socio alienante e di quello successivamente "accodato". In ogni caso, resta impregiudicata la facoltà del terzo di limitarsi ad acquistare solo la partecipazione del socio primo alienante, ai termini e alle condizioni concordate; quest'ultimo, per avere certezza del buon esito della cessione almeno rispetto alla partecipazione di cui è titolare, potrà cautelarsi chiedendo al terzo di accettare l'impegno ad aderire o alla proposta originaria, oppure a quella conseguente all'esercizio del diritto di seguito da parte della minoranza. Ne discende che, se il terzo accettasse un vincolo così congegnato, l'accettazione di una delle due proposte integrerebbe non più una facoltà, bensì un

²⁸¹ Lo sostiene L. BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, cit., 1467, il quale evidenzia che si tratta di condizione mista e non potestativa in ragione del necessario concorso della volontà del terzo per addivenire all'avveramento della condizione.

obbligo, riconducibile allo schema di un'obbligazione alternativa con scelta rimessa al debitore (artt. 1285 ss. c.c.).

Esaurita la disamina del piano statico del meccanismo, occorre vagliare quali siano gli strumenti di tutela di cui dispone il beneficiario di una clausola di accodamento: tendenzialmente, a questi spetterà soltanto il rimedio risarcitorio; tuttavia, un simile assunto merita di essere specificato in ragione dell'adesione alla configurazione strutturale del *tag-along* alla stregua della promessa del fatto del terzo. La qualificazione del contenuto dell'obbligazione gravante sul promittente come obbligazione di garanzia, ovvero come obbligazione autonoma di *facere* non è priva di conseguenze ai fini della individuazione delle tutele attivabili. Nel primo caso, il promittente si addossa il rischio che il terzo non esegua o rifiuti di eseguire la prestazione promessa e dunque, nei confronti del promissario, è tenuto soltanto ad indennizzare quest'ultimo, prescindendo dalla imputabilità o meno del rifiuto opposto; nel secondo caso, invece, poiché l'obbligazione del promittente postula una condotta di agevolazione in vista dell'assunzione dell'obbligo o del compimento del fatto da parte del terzo, il profilo indennitario e quello risarcitorio devono rimanere distinti: l'uno verrà in rilievo solo a condizione che il rifiuto del terzo non sia imputabile al comportamento di chi ha formulato la promessa, l'altro scatterà allorché l'inadempimento del promittente abbia favorito l'inerzia del terzo o comunque concorso al suo rifiuto²⁸².

Tuttavia, l'impatto del *tag-along* statutario sugli assetti corporativi della società si apprezza con estremo nitore proprio sul versante rimediale, dal momento che il

²⁸² L'efficacia deterrente di tale meccanismo si infrange però dinanzi al rilievo per il quale il socio di minoranza - che non risulti destinatario della presentazione dell'offerta di acquisto da parte del terzo che intenda acquistare le quote del socio di riferimento - non può in ogni caso impedire a quest'ultimo di cedere comunque la propria partecipazione. L'equilibrio potrebbe però, ancora una volta, essere recuperato sul piano della tecnica redazionale prevedendo *expressis verbis* che il perfezionamento della cessione della partecipazione in favore del terzo acquirente sia subordinato alla condizione sospensiva di un corretto procedimento di informazione del socio di minoranza beneficiario del diritto di accodamento; tale sanzione si completerebbe mediante la previsione che, ove tale adempimento venisse disatteso, l'acquirente non avrà diritto all'iscrizione nel libro soci e non sarà legittimato ad esercitare né il diritto di voto né gli altri diritti amministrativi. Cfr. anche P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, *cit.*, 120-121, il quale qualifica il *tag-along* come onere procedimentale operante nella fase di pre-vendita, *ivi*, 122.

soggetto attivo della covendita, lungi dal doversi accontentare del risarcimento/indennizzo *ex art.* 1381 c.c., o degli ordinari strumenti di invalidità negoziale (nullità per motivo illecito comune, azione di simulazione), cui invece continua ad essere assoggettata la covendita parasociale, potrà contare su quelli che sono stati definiti «rimedi statutari speciali di auto-tutela reale²⁸³», primo fra tutti il diritto (statutario) di recesso *ex art.* 2437 c.c., conseguente alla mancata attivazione dell'*iter* di alienazione congiunta o, comunque, al mancato acquisto, da parte del terzo, delle azioni accodate del soggetto attivo insieme ai titoli del soggetto passivo. In particolare, il diritto statutario di accodamento può essere potenziato per effetto della previsione – latamente sanzionatoria – di un'opzione di vendita *put* che veda, in veste di opzionario, il soggetto attivo della covendita e, in veste di concedente, il soggetto passivo della stessa. Tale opzione, come è evidente, insisterà sulla partecipazione azionaria di titolarità del concedente, ma non esaurisce la gamma dei meccanismi che possono presidiare la posizione dei soci di minoranza; rispetto a questi, potrebbero replicarsi le osservazioni svolte in tema di azioni redimibili²⁸⁴, ammissibili anche nell'ordinamento interno sulla scorta del principio di atipicità di cui all'art. 2348, comma 2, c.c. Si respingerebbe così ogni tentativo di assimilazione tra gli effetti del riscatto azionario e quelli dell'attivazione della covendita, valorizzando anche il dato di diritto positivo in forza del quale, tutte le volte che il legislatore ha inteso accordare ai soci un diritto potestativo funzionale all'altrui acquisto della partecipazione azionaria, non ha alluso al riscatto, bensì ha impiegato

²⁸³ Così, C. DI BITONTO, *Diritto statutario di covendita, cessione di nuda proprietà azionaria e cambio di controllo*, in *Società*, 2018, 1132, cui si rinvia anche per le interferenze del diritto di seguito con la fattispecie delle azioni riscattabili (art. 2437-*sexies* c.c.), *ivi*, 1128.

²⁸⁴ Il paradigma di riferimento è quello delle *redeemable shares* previste nel *Companies Act* del 2006 (*Part 18 – Chapter 3*), cfr. L. GOWER – P. DAVIES, *The principles of modern company law*⁹, London, 2012, 324 ss.; M.L. VITALI, *Classes of Shares and Share Redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of the Redeemable Shares*, in *EJCL*, 2006, vol. 10, 22-23, cui si rinvia soprattutto per il raffronto funzionale di tale categoria di azioni con l'ordinamento italiano. In tale ipotesi, la posizione dell'azionista "redimibile" equivale, in sostanza, a quella del titolare di una *put-option*. In dottrina, P.W. JONES, *Redeemable corporate securities*, in *Southern California Law Review*, 1931, vol. 2, 83, chiarisce che l'origine delle clausole statutarie aventi ad oggetto il diritto della società di riscattare i titoli emessi sin dall'origine con tale peculiare *pacti* a carico del possessore coincide con il caso dei *bonds* emessi nel 1874 dalla *Erie Railway Company*; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 173.

la formula – ben più anodina, e di certo scevra da connotazioni espropriative – del «diritto [...] di far acquistare» (arg. *ex* artt. 2505-*bis*, comma 1, c.c., e 2506-*bis*, comma 4, c.c., rispettivamente, in tema di fusione semplificata e scissione non proporzionale).

2.2 Introduzione e rimozione delle clausole di tag-along.

La ricostruzione della clausola di *tag-along* alla stregua di una pattuizione «meno invasiva [che non incide] in maniera diretta sulle posizioni giuridico-economiche dei soci²⁸⁵» e il riconoscimento ad essa di una più bassa attitudine condizionante del regime circolatorio della partecipazione del socio di maggioranza non costituiscono fattori sufficienti a desistere dalla riflessione sulle modalità di introduzione in statuto di tali pattuizioni, condotta operando un netto distinguo con le clausole di trascinarsi. Rispetto a queste ultime, la questione relativa alle maggioranze necessarie per l'introduzione in statuto rappresenta di certo quella più controversa, nonostante sia la dottrina sia i precedenti giurisprudenziali editi in argomento si siano concentrati in via pressoché esclusiva sulle modalità di introduzione delle clausole di *drag-along* che, in alcune varianti redazionali, arrivano a privare i soci di ogni potere dispositivo della loro partecipazione; e ciò in tutte quelle ipotesi in cui il socio di maggioranza si sia avvalso del potere di alienare l'intero pacchetto azionario attuando, di fatto, una cessione forzosa delle partecipazioni di minoranza²⁸⁶,

²⁸⁵ Così, tra i tanti, A. FERRUCCI - C. FERRENTINO, *Società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici*, I, Milano, 2012, 484.

²⁸⁶ Sebbene non sia questa la sede per una approfondita disamina della questione, evidenti sono le differenze strutturali e funzionali tra le clausole concernenti le azioni riscattabili e quelle di *drag-along*, sebbene, rispetto al risultato pratico attuato, queste ultime diano origine ad una sorta di diritto di riscatto per persona da nominare; esse si connotano per l'identità di effetto finale: quando la fattispecie traslativa si perfeziona, i soci trascinati sono obbligati a dismettere le proprie azioni e, quando la cessione è totale, perdono la loro qualità di soci.

mediante l'attribuzione di un diritto potestativo in ordine alla decisione delle sorti dell'altrui partecipazione sociale²⁸⁷.

Sebbene la struttura della clausola di *tag-along* non sembri sollevare particolari criticità nella misura in cui il diritto di seguito non comporta la soggezione di alcun socio alla vendita forzata della propria partecipazione ad iniziativa altrui, non può trascurarsi che ciascun socio che si appresti a negoziare le condizioni di cessione della propria partecipazione debba mettere in conto le conseguenze scaturenti dalla possibile richiesta di covendita proveniente dagli altri soci in favore dei quali è previsto il diritto di seguito. Né tantomeno una simile circostanza può confinare sul piano dell'irrelevanza, rispetto alla posizione del socio quale membro della compagine, l'introduzione delle clausole di *tag-along* a maggioranza, quindi al pari di una ordinaria modifica statutaria *manente societate*, ovvero all'unanimità²⁸⁸.

Sembra farsi strada l'idea che l'applicazione della regola maggioritaria alle clausole di *tag-along* rappresenti un naturale corollario della riconduzione delle stesse al

²⁸⁷ Cfr. Trib. Milano, 31 marzo 2008, *cit.*, che dichiara la nullità della clausola perché attributiva al socio di maggioranza del potere di escludere *ad nutum* il socio di minoranza); invece, Trib. Milano, 1 aprile 2008 (ord.), in *Società*, 2008, 1373, ha statuito che «il recepimento a livello statutario di una clausola di *drag along* non contrasta con il carattere capitalistico delle spa per il fatto di costituire attribuzione di un diritto speciale ad un singolo azionista, purché il diritto di trascinarsi possa spettare a chiunque si trovi a raggiungere una determinata soglia di partecipazione sociale». In dottrina, G. SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statuarie di trascinarsi (drag-along)*, in *Contr. e impr.*, 2015, 634-636.

²⁸⁸ Criterio unanimistico revocato in dubbio - rispetto alle pattuizioni di covendita - anche da M. LIBERTINI, *Limiti alla validità dei patti parasociali*, Bocconi RULES Paper No. 2013-7, 23, nt. 45, ove si legge: «tutto ciò rende poi inaccettabile l'idea che clausole di tal genere, pur ammissibili in linea di principio, possano essere introdotte nello statuto solo all'unanimità [...]. A favore della modificabilità a maggioranza dello statuto, con riferimento alla clausola in esame, vale anche l'analogia funzionale con le clausole di gradimento o di prelazione, che sono anch'esse finalizzate a garantire l'omogeneità della compagine sociale. Il ragionamento sopra svolto ha come premessa, evidentemente, una lettura dell'intera disciplina della s.p.a. in funzione di un concetto idealtipico, qual è quello di un'impresa capitalistica medio-grande, con organizzazione stabile e tendenzialmente aperta ai mercati dei capitali (e, di conseguenza, della posizione tipica dell'azionista come quella di "investitore" e non di "proprietario"). Se invece la stessa disciplina viene letta alla luce di un diverso "tipo ideale" (qual è quello dell'accordo di cooperazione fra individui per la gestione in comune di un affare, con il rafforzamento della visione dominicale dell'azionista), le norme sulle azioni riscattabili e sulla modificabilità a maggioranza delle clausole restrittive della circolazione appariranno eccezionali (in senso proprio) e le clausole statuarie di *drag-along* inammissibili (i.e. non introducibili validamente in statuto neanche all'unanimità, e piuttosto confinate al profilo parasociale)».

novero delle clausole limitative della circolazione delle azioni, rispetto alle quali, secondo l'art. 2355-*bis*, comma 2, c.c., è pacifica l'introduzione a semplice maggioranza²⁸⁹. Nondimeno, la conclusione non può essere così piana non appena si consideri che l'introduzione della clausola di accodamento in statuto, se vagliata dall'angolo visuale del socio di maggioranza, fa emergere un aggravio della posizione di quest'ultimo, quantomeno sul versante della sequenza procedimentale che prelude alla cessione della partecipazione azionaria.

Il principio maggioritario andrà allora declinato in base ad almeno due classi di ipotesi che possono venire in rilievo²⁹⁰: a) nessun socio detiene una partecipazione maggioritaria al momento dell'introduzione della clausola di accodamento in statuto; b) almeno un socio risulta già in possesso di una partecipazione maggioritaria all'atto dell'inserimento della pattuizione di *tag-along*. Nel caso *sub a*), ai fini dell'introduzione della clausola risulterà sufficiente la maggioranza semplice, computata sulle quote di capitale; diversamente, nel caso *sub b*), la produzione degli effetti del diritto di seguito risulta già predeterminata in capo a un socio individuato in base alla soglia di capitale

²⁸⁹ Nel caso del *tag-along*, onde riequilibrare le posizioni delle parti coinvolte, l'introduzione a maggioranza dovrebbe essere temperata dalla previsione per la quale, al momento dell'inserimento in statuto della clausola, nessuno dei soci debba detenere la frazione di capitale sufficiente ad azionare il diritto di covendita.

²⁹⁰ La distinzione potrebbe ulteriormente articolarsi, a seconda che: (i) la clausola di co-vendita comporti un vincolo per tutti i soci attuali, già appartenenti alla compagine all'atto del suo inserimento, con conseguente necessità di approvazione della delibera all'unanimità; (ii) il vincolo di accodamento investa solo una parte dell'attuale compagine sociale, con conseguente introducibilità a maggioranza, ma con voto necessariamente favorevole dei soci destinati ad essere gravati dal vincolo medesimo; (iii) il diritto di seguito non sia in grado di incidere sulla posizione corporativa dei soci attuali, poiché, al momento della sua approvazione, nessuno di essi detiene una quota di capitale tale da far scattare l'attivazione della clausola, con conseguente necessità delle sole maggioranze ordinarie imposte per l'approvazione delle modifiche statutarie. Tali vicende devono essere meglio specificate anche alla luce della soluzione proposta da Trib. Milano, 22 dicembre 2014, *cit.*, (di segno opposto rispetto alla posizione assunta da Trib. Milano, 25 marzo 2011, *cit.*), il quale, seppur con riguardo a una clausola di covendita in una s.r.l. ha affermato che «pare qui dirimente che tutti quanti i soci vengano a trovarsi nella medesima posizione rispetto all'evento futuro di una possibile cessione totale a terzi, ad esclusione dunque di qualsivoglia vantaggio o peso attribuito a singoli soci». Da ciò consegue la necessità di circoscrivere i casi in cui la maggioranza semplice si riveli sufficiente ai fini dell'introduzione del diritto di seguito: da questi esulerebbero le ipotesi in cui ricorrano eventuali accordi tra i soci, ovvero la circostanza dell'avvenuta presentazione di un'offerta di acquisto della partecipazione sociale di maggioranza.

detenuta e si proietta *ad personam* su almeno uno degli appartenenti alla compagine. La regola dell'introduzione a maggioranza, in questa ipotesi, si completerà con la necessaria acquisizione del consenso anche del socio di maggioranza personalmente inciso dall'introduzione del diritto di seguito; nel silenzio della legge, il consenso di quest'ultimo potrebbe essere acquisito anche in forma extra-assembleare, ma in ogni caso in un momento antecedente all'iscrizione della delibera modificativa dello statuto, sebbene appaia più prudente pretenderne la forma autentica o pubblica. Poiché la clausola di *tag-along* si risolve nella semplice costituzione di un diritto ad alienare la propria partecipazione congiuntamente a quella del socio uscente, può affermarsi che la volontà del socio risulta sempre attuale, perché a lui sarà rimessa la scelta sul se e in che misura decidere di accodarsi.

Deve dunque precisarsi che la questione si concentra sulla necessità del consenso con riferimento agli accordi raggiunti in un tempo successivo rispetto alla costituzione della società: nessun problema si profila ove le pattuizioni di co-vendita siano dedotte nello statuto *ab initio*, dal momento che la necessaria approvazione all'unanimità dell'atto costitutivo da parte dei soci fondatori elimina ogni implicazione connessa a una manifestazione espressa di consenso da parte dei soci. L'inserimento nello statuto di un patto di co-vendita fa sì che lo stesso assurga a regola dell'ordinamento societario, in quanto tale conoscibile grazie alla pubblicità legale cui esso viene sottoposto (arg. *ex art.* 2193, commi 1 e 2, c.c.); l'acquisita valenza sociale attribuisce quindi alle clausole un'efficacia *erga omnes*, che le rende opponibili non solo ai soci che attualmente compongono la compagine sociale, ma altresì a tutti coloro che in futuro decideranno di entrare a farvi parte.

La tesi favorevole all'introduzione a maggioranza delle clausole di accodamento, da ultimo, fa leva anche su un argomento *a fortiori*: alla luce delle progressive aperture giurisprudenziali (recepite dalle prassi notarili²⁹¹) favorevoli all'inserimento a

²⁹¹ Secondo il Consiglio notarile del Triveneto, «così strutturate, le clausole in questione si possono introdurre nello statuto (e, poi, modificare o rimuovere) solo con il consenso del socio che da esse ritrae il diritto di vendita o di acquisto. peraltro, una decisione a maggioranza sarebbe legittima se la clausola sia strutturata come diritto del socio di maggioranza di terminare l'esistenza della società e di metterla in liquidazione» (massima H.I.19). Ad avviso del Consiglio notarile di Roma (massima n.

maggioranza in statuto finanche delle clausole di trascinamento²⁹², non si vede perché debbano residuare dubbi su un meccanismo di avvicendamento nella cessione del pacchetto azionario sicuramente meno intrusivo di quello che origina dal *drag-along*.

Peraltro, si consideri anche l'eventualità in cui la clausola di accodamento sia oggetto di una introduzione indiretta, ovvero non rinvenga la sua fonte in una modifica statutaria, bensì si iscriva nella più ampia cornice di un'operazione straordinaria: è quanto si verifica nell'ipotesi di trasformazione omogenea progressiva di società di persone in s.p.a., ove dalla portata precettiva dell'art. 2500-ter c.c. si inferisce che il nuovo testo dello statuto della società trasformata possa essere approvato con la medesima maggioranza necessaria al compiersi dell'operazione, anche rispetto a quelle parti che non risultano strettamente necessarie in vista della scelta del nuovo tipo sociale²⁹³. La soluzione affermativa appare proponibile innanzitutto in ragione degli effetti poco invasivi che il diritto di seguito esplica e poi perché la contestualità della modifica statutaria consente di evitare che la trasformazione a maggioranza disposta *ex art. 2500-ter c.c.*, decisa con il consenso favorevole del socio forte, sia successivamente doppiata da una ulteriore modifica statutaria, per effetto della quale

8), l'introduzione a maggioranza (in ossequio alla regola di cui all'art. 2355-bis c.c.), è predicabile purché «al momento dell'introduzione della clausola nessun socio di trovi in condizione di essere gravato dai limiti connessi alla clausola medesima».

²⁹² Sostengono la necessità della regola unanimitica per quanto attiene all'introduzione in statuto del *drag-along*: E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela*, cit. 385 ss.; ID. *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, cit., 665 ss.; Per una ricognizione dei diversi orientamenti, cfr. R.M. PICCOLO, *L'importazione delle clausole di co-vendita e di trascinamento nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Vita not.*, 2016, 985 ss. La tesi fa leva anche sul rilievo secondo cui l'introduzione a maggioranza del patto di trascinamento sarebbe contraria al generale divieto di imporre ai soci obblighi ulteriori rispetto al conferimento (art. 2253 c.c.). Tale principio - di carattere generale e implicito - è stato in origine enucleato da V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, cit., 189 ss., e vale a vincolare la compagine sociale nel senso che ad essa è sottratta la possibilità di introdurre a maggioranza obblighi ulteriori e diversi rispetto al conferimento di capitale. *A contrario*, da esso si fa discendere che a nessun socio potrà esser richiesto - salvo che poi intervenga l'approvazione del medesimo - di accrescere l'ammontare economico della sua partecipazione.

²⁹³ Per ulteriori precisazioni sul punto si rimanda alla massima del Consiglio Notarile del Triveneto K.A. 21 del 2006; la tesi, a parere di chi scrive, è destinata a non trovare spazio ove si discuta dell'inserimento nello statuto della società trasformata di una clausola di trascinamento.

si introduca il diritto di seguito, sempre a maggioranza ma in forza dell'art. 2436 c.c., in netto contrasto con il principio di economia dei mezzi e delle dichiarazioni. Ancora, introduzione indiretta vi è anche nell'ipotesi di fusione per incorporazione, stante l'applicazione alle partecipazioni dell'incorporante del relativo regime statutario, destinato ad imporsi anche ai soci dell'incorporata²⁹⁴.

Non meno rilevanti sono però le implicazioni legate alla eventuale rimozione dallo statuto delle clausole di accodamento, la quale spesso costituisce oggetto di una specifica richiesta formulata dal *venture capitalist* il quale, per salvaguardare il proprio investimento, ben potrebbe pretendere che l'eliminazione del diritto di seguito sia subordinata alla manifestazione di un consenso unanime dei soci: non sarebbe razionale, né a livello economico né tantomeno a livello teorico, sostenere che il terzo potenziale acquirente, dopo aver ottenuto l'introduzione di apposite pattuizioni di accodamento in vista della protezione del successivo *exit*, sia esposto al rischio che l'eliminazione di siffatti meccanismi avvenga con deliberazione presa a maggioranza. Neppure vi sono ostacoli di ordine teorico all'espressa previsione di un consenso unanime circoscritto a tale evenienza, ovvero alla fissazione di una soglia di maggioranza estremamente elevata, rimedio che sembrerebbe preferibile – quanto alle maggiori garanzie di effettività che assicura – alla contropartita del diritto di *exit* che l'art. 2437, comma 2, lett. b), c.c., riconosce²⁹⁵; tale diritto di recesso costituisce una conseguenza necessitata dell'affermata incidenza delle clausole di accodamento sulla circolazione dei titoli azionari, al di là del disallineamento semantico tra l'espressione "limiti alla circolazione", di cui all'art. 2355-*bis*, c.c., e

²⁹⁴ Controversa appare invece l'attribuzione indiretta del diritto di seguito nel caso di una fusione per incorporazione che avvenga senza aumento del capitale sociale dell'incorporante e redistribuzione delle partecipazioni tra i già soci e i nuovi entrati a far parte della compagine; in un'ipotesi siffatta, il socio di minoranza dell'incorporante verrebbe spogliato del proprio diritto di seguito e potrebbe recuperare tutela solo attraverso il recesso *ex art.* 2437, comma 1, lett. g), ferma restando la necessità di una espressa menzione nel testo del progetto di fusione della sorte del diritto di accodamento.

²⁹⁵ Per un caso di «inasprimento» dei vincoli statutari alla circolazione delle azioni (art. 2437, comma 2, lett. b, c.c.), si vedano le riflessioni di R. BORDI, *Due cause di recesso da S.p.a.*, in *Società*, 2015, 420-421.

quella di “vincoli alla circolazione”, di cui all’art. 2437, comma 2, lett. b), c.c.²⁹⁶ e cela anche, oltre al contenuto minimo di garanzia di un potere di *exit* a tutto vantaggio dell’azionista, un non risibile potere di *voice* da far valere in una ottica negoziale per indurre la società a revocare la delibera in contestazione. Tuttavia, a parere di chi scrive, sebbene la previsione in statuto del correttivo appena descritto talora appaia opportuna per il successo dell’operazione di acquisizione, andrebbe privilegiato il criterio maggioritario come regola ordinaria per l’introduzione e l’eliminazione di una clausola di *tag-along*, dovendosi al più scrutinare il nesso che intercorre tra i diritti di accordamento e le cause inderogabili del diritto di recesso, specie con riferimento alla previsione dell’art. 2437, comma 1, lett. g) (“*modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione*”)²⁹⁷, le cui interferenze con la norma di sistema dell’art. 2348 c.c. difficilmente paiono revocabili in dubbio. Per quanto qui interessa, nel caso

²⁹⁶ Soprattutto rispetto al *drag-along*, resta peraltro indimostrato che gli obblighi di covendita non possano rientrare tra i vincoli che la norma richiamata contempla.

²⁹⁷ Per l’analisi della dicotomia che la norma contiene, cfr. A. ABU AWWAD, I “*diritti di voto e di partecipazione*” fra recesso e assemblee speciali, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 315; l’A. rileva che «in questo specifico contesto, i diritti di partecipazione non possono esaurirsi nei soli diritti amministrativi», diversamente «la specificazione ‘diritti di voto’, contenuta nella prima parte, sarebbe priva di ogni utilità, essendo ingiustificato lo scorporo dei diritti di voto dai diritti di partecipazione». Pertanto, «nell’ottica di attribuire un significato ulteriore ... l’espressione potrebbe avere una valenza solo patrimoniale, o una valenza omnicomprensiva, riferita sia ai diritti patrimoniali sia ai diritti amministrativi». Più di recente, Trib. Roma, 30 aprile 2014, in *Giur. comm.*, 2015, II, 867 ss., con nota di G. FAUCEGLIA, *Recesso del socio ed “aggravio indiretto” dei diritti di voto*: l’A. rileva che un «differente spazio di contrasto sussiste, invece, nell’ipotesi delle modificazioni dei diritti di voto o di partecipazione, che attingono un diritto o una posizione particolare del socio, così come assunta nell’ambito della concreta organizzazione societaria. In questo contesto, un primo profilo di criticità finisce per attingere l’individuazione delle situazioni soggettive incise dalla deliberazione e il contenuto delle stesse modificazioni apportate allo statuto. [...] L’espressione “diritti di partecipazione” potrebbe essere intesa in senso ampio, tanto da abbracciare tutti i diritti (patrimoniali ed amministrativi) diversi da quelli di voto, alla stregua di una clausola di chiusura finalizzata a creare una sorta di “barriera” alle modificazioni apportate allo statuto dalla maggioranza. Siffatta lettura, secondo una certa impostazione, però, finirebbe per ampliare in modo eccessivo la possibilità del recesso» e conclude nel senso che «un utile criterio di discernimento può rinvenirsi nella stessa nozione di “interesse sociale”, per cui il diritto di recesso potrebbe esercitarsi a fronte di modificazioni statutarie che incidano su diritti amministrativi dei soci che, ad esempio, sono stati introdotti nello statuto per valorizzare la partecipazione (o la tutela) delle minoranze, come quando vengano a modificarsi — in senso peggiorativo — i *quorum* statutari per esercitare diritti di controllo, di reazione o di contrasto», ovvero in tutti quei casi in cui l’autonomia statutaria realizzi, a vario titolo, una «regressione partecipativa», *ivi*, 870-872.

in cui lo statuto contempra originariamente una determinata soglia di capitale per l'esercizio del diritto di *tag-along* e tale soglia sia, in un momento successivo, elevata a maggioranza, il diritto di recesso identifica lo strumento di tutela più adatto, insopprimibile, per proteggere le ragioni di chi, per effetto dell'innalzamento della soglia, si vede privato della possibilità di alienare la partecipazione²⁹⁸.

Tale conclusione, per quanto non del tutto pacifica²⁹⁹, appare condivisibile non solo per l'immediatezza dello strumento di reazione che viene accordato al socio, ma anche perché questo costituisce una vera e propria contromisura rispetto alla legittimità dell'introduzione a maggioranza delle clausole di covendita che, come autorevolmente sostenuto³⁰⁰, può ammettersi purché venga riconosciuto al socio dissenziente il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., in ragione «della dimensione eminentemente collettiva e dinamica del fenomeno societario (a fronte di una predeterminazione inevitabilmente incompleta del programma di azione oggetto della stipula del contratto iniziale)³⁰¹».

La contrapposizione dialettica tra principio unanimistico e principio maggioritario è ormai risolta nel senso della prevalenza di quest'ultimo³⁰²: tale opzione di fondo reca

²⁹⁸ Per una trattazione più ampia della nozione di pregiudizio rilevante ai fini delle cause legali di recesso, cfr. E. PEDERSOLI, *Il recesso ex art. 2437 c.c. e gli effetti "peggiorativi" per i soci*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, spec. 164 ss., il quale osserva che, al cospetto di delibere formalmente vantaggiose per gli azionisti, un socio potrebbe comunque giustificare l'esigenza di esercitare il diritto di recesso in ragione del fatto che il beneficio (di cui lo stesso gode) avvantaggia anche altri azionisti. Allo scritto si rinvia anche per la variegata casistica presa in considerazione, oltre che per ulteriori indicazioni bibliografiche.

²⁹⁹ Si allude ai principi enunciati da Cass., 1 giugno 2017, n. 13785, stando ai quali andrebbe privilegiata una interpretazione rigorosa della norma per esigenze di certezza e in ragione del rischio, sia pure eventuale, di incidenza sul patrimonio sociale e sulla conservazione della stessa società; la decisione è edita in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, 143 ss., con nota di P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Modifica statutaria dei quozienti assembleari di s.p.a. ed insussistenza del recesso per mutamento dei diritti di voto o di partecipazione*. Più di recente, v. Cass., 22 maggio 2019, n. 13845, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 107 ss., con nota di M. STELLA RICHTER JR., *Variazioni e puntualizzazioni in tema di recesso dell'azionista*.

³⁰⁰ R. COSTI, *Enzo Buonocore: un classico della dottrina commercialistica*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 308.

³⁰¹ Sintagma che si legge in Trib. Milano, 22 dicembre 2014, *cit.*

³⁰² Ben prima della Riforma, era stato affermato che una volta che la società è venuta ad esistenza, l'unanimità dei consensi non è più necessaria perché, se venisse richiesta, «si paralizzerebbe l'ente, in contrasto con i principi della speditezza dei rapporti commerciali in cui le società di capitali trovano la loro stessa ragion d'essere e si finirebbe con il far prevalere il volere della minoranza anziché quello

con sé la possibilità, in certo qual modo, di svincolarsi dalle scelte della maggioranza, attraverso l'esercizio del diritto di *exit* dalla compagine³⁰³, tecnica di tutela preventiva a presidio della posizione del socio dissenziente; l'esclusione della necessità di una delibera approvata all'unanimità è stata destituita di fondamento non appena si è revocata in dubbio l'esistenza di un diritto alla «qualità di socio», specie perché, come osservato, in assenza di una previsione legislativa espressa di segno contrario³⁰⁴, non vi sono posizioni soggettive dei soci che non possano essere incise³⁰⁵ o modificate a maggioranza³⁰⁶.

della maggioranza [...] una volta che la società è nata, l'interesse personale del socio non ha più, di regola, rilevanza [...]; la società vive, si trasforma e muore, purché lo voglia la maggioranza»: così Cass., 13 febbraio 1978, n. 660, in *Giur. it.*, 1978, I, 1951. In luogo di tanti, G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, cit., 172 ss.

³⁰³ Per una riflessione sul tema formulata ante Riforma ma a tutt'oggi valida, si rinvia allo studio di S. PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*, Milano, 1993, 169 ss. Che il recesso costituisca, storicamente, il principale strumento di reazione al passaggio dalla regola unanimistica a quella maggioritaria è evidenziato da C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 17 ss.; nonché da G. D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza tra soci*, Milano, 2007, 236, secondo il quale «il diritto di recesso rappresenta [...] l'ulteriore punto di emersione del potere della organizzazione collettiva di modificare a maggioranza l'originario programma societario contenuto nell'atto costitutivo e le stesse regole di disciplina dei rapporti reciproci tra i soci nella fase di svolgimento dell'attività imprenditoriale comune».

³⁰⁴ Si pensi alla esclusione *ex lege* del socio che si basa sulla possibilità di dichiarare decaduto il socio moroso per mancato versamento dei conferimenti (art. 2344, comma 2, c.c.). Sul tema delle pattuizioni, statutarie e non, dirette all'esclusione del socio, si rinvia a M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, cit., 350 ss.

³⁰⁵ Contraria è la risalente opinione di A. VIGHI, *Diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902, 85 ss., secondo cui esisterebbero posizioni individuali del socio intangibili dalla maggioranza. Come rilevato da A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 728, si tratta di una impostazione che risente di ascendenze filosofiche giusnaturalistiche. L'opinione di Vighi è criticata da T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, I, 169 ss., il quale rileva che «l'impero della maggioranza, quale interprete dell'interesse sociale prevalente su quello individuale dei soci, presuppone appunto che si tratta di problemi nella cui soluzione l'interesse sociale deve prevalere su quello individuale dei soci e perciò la mancanza di un diritto (inderogabile dalla maggioranza) dell'azionista»; ID., *Sulla protezione delle minoranze nelle società per azioni (a proposito di un recente libro)*, cit., 739, nella parte in cui chiarisce, mutuando il paradigma del binomio *droit-fonction* vs. *droit-pouvoir*, che «i poteri della maggioranza sono conferiti dalla legge in vista dell'interesse della società e non per quello egoistico della maggioranza»; G.B. PORTALE, «Uguaglianza e contratto»: il caso dell'aumento di capitale sociale in presenza di più categorie di azioni, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 732 ss.

³⁰⁶ È questo il portato dell'enorme ampliamento dei poteri della maggioranza pure in quei campi che sinora larga parte degli interpreti riteneva protetti dalla regola dell'unanimità. Con la riforma la maggioranza può tutto»; in termini, G. DI CECCO, *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la*

Diversamente opinando, si finirebbe per valorizzare eccessivamente il versante contrattuale del fenomeno societario, tipico delle società di persone, a discapito del principio di ordinaria modificabilità a maggioranza dello statuto sociale³⁰⁷ che, di contro, rappresenta il codice genetico delle società di capitali, nonché la più diretta manifestazione del principio c.d. plutocratico, cui il socio si rimette nel momento in cui fa il proprio ingresso nella compagine societaria³⁰⁸. Impostazione che esce rafforzata anche dal differente trattamento che invece sembra preferibile riservare a quelle clausole che si risolvono nella soggezione di un socio all'altrui potere di determinare la stessa cessazione del rapporto sociale e che non possono essere disancorate dal consenso del socio "forzabile" o "riscattabile", non apparendo tale materia disponibile a maggioranza³⁰⁹, diversamente da quella - contigua ma di impatto più contenuto - avente ad oggetto mere limitazioni nel potere di trasferimento delle sue azioni in capo al socio³¹⁰ e che, nonostante ciò, si esplica nella

riforma, cit., 36. Neppure dalle disposizioni degli artt. 2345, ultimo comma, e 2376 c.c. può farsi discendere l'esistenza di un principio generale di intangibilità delle situazioni giuridiche soggettive del socio senza il suo consenso: infatti, la tutela che il legislatore prevede in favore del singolo socio su cui incombono delle prestazioni accessorie a non vedersi modificati i relativi obblighi senza il consenso unanime, è norma sicuramente eccezionale, peraltro derogabile in via statutaria; invece, il meccanismo di reazione avverso le delibere pregiudizievoli dei diritti delle categorie di azioni, di cui all'art. 2376 c.c., attiene ad interessi di categoria e non ad interessi esclusivi del singolo, nella misura in cui la validità della delibera pregiudizievole è subordinata alla decisione dell'assemblea speciale e non al consenso unanime degli azionisti interessati; in argomento: A. BARTALENA, *Le azioni con prestazioni accessorie come «categoria» di azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, I, 206-209; prima della Riforma, per la non configurabilità di un diritto alla conservazione della qualità di socio, v. G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 786.

³⁰⁷ Non a caso, l'orientamento prevalente nel senso della introducibilità a maggioranza delle clausole di covendita è stato impiegato come argomento rafforzativo anche per giustificare la sufficienza della maggioranza dei consensi in caso di delibera che abbia disposto il raggruppamento delle azioni (v. *supra*).

³⁰⁸ Valga, sul punto, l'insegnamento di P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971 («ove vi è diritto soggettivo in senso proprio si è per noi fuori o al termine del fenomeno associativo»); cfr. A. DONATI, *L'invalidità della deliberazione di assemblea delle società anonime*, Milano, 1937; G. GRIPPO, *Incorporazione di una società per azioni esercente il credito in un istituto di credito di diritto pubblico, pregiudizio dello status socii e situazione patrimoniale*, in *Giur. comm.*, 1978, II, 671, ad avviso del quale non può sostenersi l'intangibilità del diritto del socio di fronte alla maggioranza assembleare e va disattesa la configurabilità in astratto di un diritto autonomo del socio a restare tale.

³⁰⁹ In tal senso, Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. comm.*, II, 1997, 580.

³¹⁰ Infatti, rispetto alle clausole di trascinarsi e al riscatto azionario, nella prassi notarile persistono orientamenti che postulano la necessità del consenso unanime dei soci. Cfr. la massima I.I.25 del

previsione di una serie di regole di circolazione aggravata della partecipazione sociale di riferimento.

L'ammissibilità dell'introduzione e, come si è detto, anche dell'eliminazione a maggioranza delle clausole di covendita³¹¹, non elide la necessità che gli

2006 (modificata nel 2017) del Comitato notarile del Triveneto, che ha precisato che: «Le clausole statutarie che impongono a determinati soci, ad esempio i soci di minoranza, l'obbligo di cedere ad un giusto prezzo [...] le loro partecipazioni nel caso in cui altri soci, nell'esempio quelli di maggioranza, decidano di alienare le loro sono legittime a condizione che siano adottate con il consenso di tutti i soci. Dette clausole sono opponibili ai terzi acquirenti in quanto risultanti dal testo di statuto depositato nel registro delle imprese», nonché la Massima n. 89 del 18 maggio 2007 del Consiglio notarile di Milano, secondo la quale: «la soggezione di azioni o categorie di azioni al riscatto può essere stabilita, oltre che in sede di atto costitutivo, anche con successiva modifica statutaria, purché consti - ove si tratti di attribuire tale carattere ad azioni già in circolazione - il consenso dei titolari di tali azioni. Le azioni riscattabili possono essere invece previste con delibera assembleare adottata con le maggioranze richieste per le modificazioni dello statuto qualora: a) sia consentito e non imposto ai soci di trasformare le loro azioni in azioni riscattabili ovvero b) si tratti di aumento di capitale a pagamento con emissione di nuove azioni riscattabili ovvero c) la riscattabilità sia prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere al verificarsi di particolari situazioni e - al momento dell'inserimento - nessuno degli azionisti si trovi in tali situazioni (ad esempio, qualora sia previsto che il riscatto possa operare in caso di superamento di una determinata soglia di possesso azionario, e nessuno degli azionisti possieda, al momento dell'inserimento, quella quota)». Emerge però da tali orientamenti il richiamo all'opportunità di una maggiore ponderazione delle conseguenze derivanti dall'operatività di simili clausole, perché si afferma che non può mancare il consenso di quei soci che verrebbero a subire le conseguenze del trascinarsi o che, simmetricamente, si avvantaggerebbero del diritto di accodamento. In dottrina, per una sintetica disamina delle diverse ipotesi di riscatto azionario, anche alla luce della progressiva legittimazione giurisprudenziale della c.d. *russian roulette clause*, si rinvia a L. CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in *Società*, 2019, 1327 ss.; ID., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 200 ss.; cfr. anche G.B. PORTALE, *La società per azioni. Principi e problemi (Scintillae iuris)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, 140.

³¹¹ In dottrina si registrano invece posizioni dissonanti: nel senso della necessità di voto unanime, da ultimo N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, 65 ss., con la precisazione però che l'approvazione di tutti gli azionisti non incrina il principio maggioritario, ma integra l'efficacia di un atto complesso. L'A. chiarisce che «il consenso individuale degli azionisti è dunque da intendersi non solo come condizione individuale di opponibilità, ma come condizione generale di efficacia della modificazione statutaria. Condizione di efficacia che tuttavia non condiziona la validità della deliberazione seppur presa a maggioranza. [...] Ma poiché è l'efficacia della modificazione statutaria, non la validità, ad essere subordinata all'accettazione individuale di tutti gli azionisti, tale accettazione può essere anche extraassembleare», *ivi*, 79. Tra gli altri: S. LUONI, *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*, *cit.*, 2584 ss.; ID., *Limiti all'introduzione a maggioranza delle clausole di covendita*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, 196 ss.; *contra*, per tutti, L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1995, *passim*. Da ultimo, v. la Massima n. 99 del 18 maggio 2007 del Consiglio Notarile di Milano e la Massima I.I.25 del Consiglio notarile del Triveneto. Una «delibera approvata

amministratori della società, prima di procedere all'annotazione dell'eventuale trasferimento in favore del terzo, debbano verificare l'osservanza delle condizioni poste dallo statuto e, in mancanza, dovranno rifiutare l'iscrizione nel libro soci.

Del resto, in linea di continuità con quell'impostazione secondo la quale non sussistono astrattamente delle posizioni soggettive caratterizzanti, rispetto alle quali la volontà dei contraenti non possa più o meno largamente operare³¹², nei casi in cui tale volontà si manifesti attraverso deliberazioni prese a maggioranza (nell'ambito, ovviamente, di quelle che sono decisioni interne alla società)³¹³, il possibile esito di una circolazione aggravata della partecipazione azionaria, se non di un vero e proprio sacrificio della posizione del socio, desta perplessità superabili³¹⁴.

E ciò perché la funzione della clausola di *tag-along*, soprattutto nel caso di operazioni di *private equity*, è quella di consentire al socio finanziario, anche se detentore di una partecipazione di minoranza, di monetizzare la propria frazione del premio di

a maggioranza che introduce nello statuto di una società di capitali una clausola di riscatto su tutte le azioni (o una clausola di trascinamento), reputando convincente l'orientamento notarile e giurisprudenziale che richiede l'unanimità a fini di validità e, per converso, non convincente quello dottrinale che reputa il consenso di tutti i soci attuali come mera condizione di efficacia [...]» integra un'ipotesi in cui il notaio può rifiutare l'iscrizione nel registro delle imprese secondo N. DE LUCA – G.M., D'AIELLO, *Clausole arbitrali non conformi all'art. 34 d.lgs. 5/2003 e responsabilità del notaio*, in *Riv. not.*, 2016, 572.

³¹² G. FERRI, *Le società*³, in F. VASSALLI (diretto da), *Trattato di diritto civile italiano*, Torino, 1987, 567-568.

³¹³ In argomento, F. D'ALESSANDRO, *Il fenomeno societario tra contratto e organizzazione*, cit., 496; l'A. evidenzia come «affermare che nel gruppo associativo non esistono diritti individuali non vuol dire che il socio non abbia o non possa avere una sua inviolabile sfera di autonomia. Vuol dire, più semplicemente, che ciò che è tecnicamente e giuridicamente caratteristico del gruppo associativo è il binomio potere collettivo/soggezione individuale; e che, dove questo binomio non trova applicazione, ossia dove il potere collettivo non può violare la sfera giuridica del singolo, ricadiamo nell'area tradizionale dei rapporti interindividuali, e siamo quindi fuori, per definizione dall'area dei rapporti invece endocorporativi, cui è proprio il diritto "altro" degli enti collettivi».

³¹⁴ In tal senso, si veda pure la decisione di Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, in *Giur. comm.*, 2010, II, 304, con nota di E.M. TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni statutarie per la violazione di tale divieto*, ove si afferma che «la rilevanza del principio maggioritario porta a riconoscere come legittime tutte le forme di intervento sulla partecipazione azionaria che non si sostanzino nell'eliminazione in radice della stessa; ogniqualvolta sia in discussione non già qualsivoglia diritto individuale del socio [...] ma la stessa persistenza nella compagine sociale non potrebbe mai darsi esclusivo rilievo al principio maggioritario, che si trasformerebbe sempre in abuso».

maggioranza³¹⁵ (che in una trattativa di vendita *stand-alone* non percepirebbe), e, comunque, di spuntare un miglior prezzo dalla negoziazione³¹⁶, stante la possibilità per l'acquirente di ottenere l'intero capitale sociale, risultato per il cui raggiungimento appare cruciale l'assenza di eventuali intralci o ostruzionismi di soci di assoluta minoranza (c.d. *minorité de blocage*), che rischiano di tradursi in un vero e proprio potere di veto che acuisce le conflittualità interne alla compagine³¹⁷. Come

³¹⁵ Si è opportunamente osservato che il centro del dibattito relativo alle modalità di introduzione in statuto delle clausole di covendita affonda le sue radici nella «recente tendenza della nostra legislazione societaria a convertire un problema di giustizia distributiva — la tutela della partecipazione del socio in quanto partecipa ad un bene comune “sociale” — in un problema di giustizia commutativa, cioè di indennizzo del valore investito. In questa prospettiva i diritti di partecipazione del socio vengono da alcuni considerati sempre tangibili, se possono essere efficacemente indennizzati con riferimento ad un valore equo. Gli esempi di questa nuova tendenza sono molteplici e, come noto, vanno sotto il nome generale di “arretramento della tutela reale del socio” rispetto a quella “obbligatoria”: formula che vale sia per le società azionarie sia per le società responsabilità limitata, nonostante l'enfasi che la stessa legge ha posto sulla “centralità” della figura del socio in questo secondo tipo di società. In definitiva, anche quando lo statuto attribuisce al singolo un diritto, come quello, per esempio, di prelazione o quello di alienare la propria partecipazione — che il socio è individualmente legittimato ad esercitare nel proprio interesse — sul suo interesse prevale quello della società, così che tale diritto può essere espropriato (o riconfigurato) dalla maggioranza anche contro la volontà del titolare, purché esista un meccanismo che gli consenta di percepire — anche tramite il recesso o altrimenti — un indennizzo sostanzialmente equo», così E. SPOLIDORO, *La contrattazione delle condizioni di introduzione, nello statuto della società a responsabilità limitata, delle clausole che comportano il disinvestimento della partecipazione dei soci*, cit., 93.

³¹⁶ È stato rilevato che «in questa prospettiva dovrà affermarsi l'ammissibilità di clausole statutarie le quali, dando concretezza alla prospettiva dello «scambio», commisurino il valore di rimborso delle azioni al prezzo che il socio recedente sarebbe in condizione di ottenere in una ipotetica negoziazione tra parti indipendenti e possano, pertanto, dare luogo ad uno scostamento rispetto al valore cui si perverrebbe in applicazione dei criteri legali di valutazione: ciò che induce a ritenere legittime previsioni negoziali che impongano uno sconto di minoranza o di fungibilità per tener conto dello scarso peso amministrativo o della mancanza di liquidità della partecipazione o che, al contrario, riconoscano un premio di maggioranza qualora, in esito al procedimento di liquidazione, taluno si trovi a superare soglie idonee a garantire il controllo della società», così M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013, I, 105-106. L'ammissibilità di una previsione statutaria di un premio di maggioranza è contestata da A. DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in O. CAGNASSO-L. PANZANI (a cura di), *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2010, 1447, sul presupposto che essa lederebbe la posizione dei creditori sociali, intralciando il collocamento delle azioni dismesse e determinando la traslazione del relativo costo sulla società.

³¹⁷ In dottrina, V. BUONOCORE, *L'ostruzionismo degli azionisti nelle assemblee delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 294; M.P. MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 1997, 1184; M. BOIZARD, *L'abus de minorité*, in *Revue des sociétés*, 1988, 365; A. FERRARI, *L'abuso del diritto nelle società*, Padova, 1998, 140. Che l'abuso del diritto operi come limite generale all'esercizio di qualsiasi diritto

osservato, la propensione al possesso completo nasce proprio dal timore che la persistenza di una cospicua minoranza nella compagine azionaria possa interferire sulla libertà di gestione³¹⁸.

La tenuta della soluzione proposta parrebbe poi ulteriormente suffragata dalla centralità della norma di cui all'art. 2348, comma 1, c.c., la quale tende a riconoscere alla sola eguaglianza formale³¹⁹ tra azioni valore di principio inderogabile scaturente direttamente dal fondamento contrattuale della società; in sostanza, il vincolo che si ascrive alla parità di trattamento dei soci non pone un limite invalicabile alla autonomia organizzativa della società, con conseguente legittimità di una eventuale assunzione a maggioranza da parte degli organi sociali di deliberazioni che, di fatto, possano finire per riservare un trattamento deteriore o pregiudizievole ad alcuni azionisti, a patto che ciò non avvenga in spregio al principio di correttezza³²⁰. Per

nei confronti dei terzi anche nel nostro ordinamento è sostenuto da U. NATOLI, *Note preliminari a una teoria dell'abuso di diritto nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1958, 18 ss.; da ultimo, S. FORTUNATO, *Sull'abuso del diritto e sull'abuso dell'abuso*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 321.

³¹⁸ In termini, R. WEIGMANN, in *Giur. it.*, 2009, 385 (nota di commento a Trib. Milano, 1 aprile 2008, *cit.*, ove si evidenzia che la clausola di covendita può «rispondere anche ad un interesse sociale nella misura in cui mira a disinnescare *a priori* la conflittualità interna alla società che potrebbe essere alimentata dal peso in concreto della quota di minoranza e da un possibile abuso del potere di controllo, e quindi a garantire l'omogeneità della compagine sociale e la coesione dei soci»). Al commento si rinvia anche per un esempio di statuto riportato per esteso in nota.

³¹⁹ G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 646. Le riflessioni dell'Autore sono commentate da G. SCOGNAMIGLIO, *Tutela del socio e ragioni dell'impresa nel pensiero di Giorgio Oppo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 1 ss. In dottrina, cfr. pure V. BUONOCORE, *Principio di uguaglianza*, in ID., *Diritto commerciale e diritto dell'impresa*, Napoli, 2008, 144, il quale mette in guardia dalla tentazione di indulgere a «facili suggestioni etiche che inevitabilmente si accompagnano al problema».

³²⁰ F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nelle nuove s.p.a.*, Milano, 2004, 111, evidenzia come in base ai principi di correttezza e buona fede possa ritenersi impugnabile la delibera che sia preordinata al solo scopo di pregiudicare la posizione dei soci di minoranza. Secondo l'A., il principio sarebbe desumibile senz'altro dall'art. 2479, comma 2, n. 5, c.c., in materia di s.r.l. a maggior ragione applicabile alle s.p.a. ove la tutela delle posizioni individuali dei soci appare più labile. Prima della Riforma ammettevano il principio della modificabilità dei diritti individuali dei soci in base al principio maggioritario (salvo eventuali limiti espressamente previsti dalla legge): G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, Padova, 1973, 104; D. PREITE, *L'abuso della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, Milano, 1992, *passim*; G. FAUCEGLIA, *La regola maggioritaria nella società azionaria: il lento declino della legge della ragione e la crisi del capitalismo*, in *Disciplina delle società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini*, I, *Principi e metodo. Società e organizzazione*, Roma, 2020, 209 ss. Che l'introduzione di una clausola di covendita che sia mirata, già

giunta, oltre alla legittimità di una personalizzazione della s.p.a. chiusa, si è dimostrato come le clausole di *tag-along* non collidano con il principio capitalistico immanente all'ordinamento delle società azionarie, siccome esse si limitano ad attribuire al singolo azionista un diritto speciale in funzione della titolarità della partecipazione di minoranza e dimostrano, una volta di più, l'erroneità di ogni tentativo di estremizzare la spersonalizzazione del tipo azionario³²¹.

2.3 *Le interferenze con il diritto statutario di trascinamento.*

Muovendo dal dato empirico che registra, con estrema frequenza, la contemporanea previsione in statuto sia di pattuizioni di accodamento sia di clausole di trascinamento, occorre scrutinarne le relative interferenze; queste meritano di essere esaminate perché la combinazione di tali meccanismi statutari potrebbe innescare un effetto moltiplicatore di condotte opportunistiche condizionanti la *governance* e, più in generale, gli equilibri endosocietari³²².

Il maggiore interesse riservato dalla dottrina alle clausole di *drag-along*, in quanto attributive di un potere sostanzialmente dispositivo dell'altrui partecipazione sociale, risiede nella giustificazione causale di tale vicenda *lato sensu* espropriativa; è per tale ragione che gli sforzi ricostruttivi si sono concentrati sull'individuazione delle

al momento della sua introduzione, a favorire una parte della compagine sociale a discapito degli altri soci, si porrebbe in netta antitesi con il generale obbligo di buona fede cui devono informarsi le dinamiche endosocietarie, è evidenziato da C. LUCATO – E.M. GOITRE, *Poteri della maggioranza assembleare e limiti al trasferimento di quote sociali*, in *Giur. it.*, 2015, 1163. La dimostrazione dell'inesistenza di un principio di uguaglianza che imponga un assetto paritetico delle partecipazioni facente leva su una serie di evidenti e univoci indici normativi si deve a G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Trattato Buonocore*, Torino, 2015, 233-236.

³²¹ È questa ritenuta una costante della teoria della società per azioni; lo testimonia persino L. BERSANI, *Codice di commercio del Regno d'Italia annoato*, Torino, 1868, I, 455, il quale riferisce della «indeterminata e pressoché infinita moltitudine dei portatori di azioni... Così i suffragi sono dati alle azioni, piuttostoché agli individui». La tesi della spersonalizzazione dimostra di obliterare gli ampi spazi riconosciuti all'autonomia statutaria che, in una delle sue più significative espressioni, viene in rilievo proprio attraverso meditate clausole limitative della circolazione azionaria (sia per negozi *inter vivos*, sia per successione *mortis causa*).

³²² Interrelazioni esaminate, nella prospettiva della risoluzione di *agency problems*, da A.M. D'ORTA, *Drag along a prezzo predefinito: elusione del divieto di patto leonino?*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 717 ss.

condizioni di esercizio di quello stesso potere, dal momento che il socio che sconta una posizione di soggezione, per effetto del meccanismo in parola, rischia di essere trascinato nella dismissione della sua quota in un momento che può essergli non favorevole a livello economico. Tanto più ciò vale ove si osservi che il trascinamento non determina soltanto un mutamento di natura quantitativa del patrimonio del socio trascinato, bensì esita nella perdita della qualità di socio, risultato che testimonia l'inadeguatezza delle sole categorie proprie delle operazioni negoziali di scambio rispetto alla valutazione di tale complesso meccanismo che coinvolge la dimensione puramente organizzativa della società³²³.

Malgrado non possa qui tracciarsi un quadro approfondito del *drag-along*, può premettersi che esso rappresenta non solo uno strumento di garanzia dell'uscita di un socio o di un gruppo di soci ma è anche una tecnica di governo societario volto a favorire un ordinato trasferimento del controllo³²⁴, incrementando al contempo il valore di scambio delle partecipazioni societarie (e così incentivando anche l'investimento iniziale). Schematicamente può dirsi che sulla scorta di una clausola di trascinamento, in occasione di una dismissione a titolo oneroso della partecipazione azionaria, il socio alienante (di solito, il socio di maggioranza) è titolare della facoltà di cedere, congiuntamente alla propria partecipazione, anche le azioni dell'altro socio, solitamente di minoranza, assicurandogli le medesime condizioni contrattuali ed il medesimo prezzo spuntato nella propria negoziazione.

³²³ Cfr. C. ANGELICI, *Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 681-682.

³²⁴ L'alternativa, invalsa soprattutto nella prassi statunitense, sarebbe quella del c.d. *freeze-out merger*, formula che identifica «a transaction in which a controlling shareholder buys out the minority shareholders...for cash or the controller's stock»; si tratta di un'operazione che, in buona sostanza, elimina il socio imprenditore e poi prevede la cessione dell'intera partecipazione sociale al terzo acquirente, ma la cui buona riuscita sconta un duplice inconveniente. Da un lato, il socio investitore deve essere titolare di diritti di voto e poteri di controllo sufficienti a compiere una simile operazione; dall'altro, molte legislazioni statunitensi ricollegano a tale vicenda il riconoscimento del diritto di recesso e la liquidazione della partecipazione (*appraisal right*) in favore degli azionisti dissenzienti. Per l'equilibrio della soluzione proposta e la chiarezza della ricostruzione sistematica del rimedio di *appraisal*, si segnala la decisione della Court of Chancery del Delaware, 17 ottobre 2016, n. 9322, con nota di G. SANDRELLI, *Procedimento di 'appraisal' e criteri di valutazione delle azioni: una pronuncia della Court of Chancery del Delaware*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 679 ss.

Il nucleo forte della clausola consente al socio di minoranza di essere trascinato (*to drag*) nella negoziazione e di essere coinvolto, una volta che la trattativa sia andata in porto, anche nella vicenda traslativa che da questa scaturisce³²⁵. Il piano sul quale opera il trascinamento risulta allora duplice: per un verso, al pari del diritto statutario di covendita, esso tende ad offrire al socio di minoranza una adeguata forma di tutela nell'eventualità di un'alienazione del pacchetto di maggioranza, ottenendo un incremento del valore della partecipazione sociale venduta e, di riflesso, consentendo al titolare del diritto di *drag-along* di profittare del premio di maggioranza; per altro verso, in un'ottica puramente corporativa, pone l'acquirente in condizione di poter acquistare fino al 100% del capitale e di non essere intralciato nell'operazione da rivendicazioni dei soci di minoranza, concorrendo ad accrescere – a livello macroeconomico – l'appetibilità sul mercato dell'acquisizione della maggioranza o della totalità delle azioni della società³²⁶.

Emerge infatti che i potenziali acquirenti sono maggiormente interessati all'acquisizione di pacchetti di controllo che non lascino spazio a minoranze “di

³²⁵ D. SCARPA, *Clausole di trascinamento di partecipazione societaria tra struttura e limiti*, in *Giust. civ.*, 2013, 41 ss., in cui l'incidenza sulla *governance* della società viene esaminata attraverso l'analisi della costruzione dell'operazione in termini di raggiungimento del controllo.

³²⁶ Lo rileva M. LIBERTINI, *Limiti alla validità dei patti parasociali*, *cit.*, ad avviso del quale «ugualmente essenziale può essere la possibilità per il terzo di disporre dell'intero capitale, affinché egli sia indotto ad effettuare un'operazione di acquisto del controllo; in tale prospettiva la clausola diviene uno strumento per facilitare il funzionamento del mercato del controllo, ma anche per elevare contestualmente il valore di scambio delle partecipazioni societarie». Di analogo tenore è anche la massima n. 7 del Consiglio Notarile di Roma (*Clausole di co-vendita e di trascinamento: tipologia e limiti di validità*), secondo il quale «la clausola [di drag along] attribuisce un diritto potestativo al solo socio di maggioranza (o suoi aventi causa) ed in conseguenza impone una soggezione al socio di minoranza. Il socio di maggioranza rimane infatti libero di alienare la propria partecipazione senza trascinare con sé anche il socio di minoranza, ma se lo ritiene opportuno a suo insindacabile giudizio, può operare tale trascinamento indipendentemente dal concorso della volontà del socio di minoranza. Quest'ultimo dunque perde il diritto di alienare autonomamente o non alienare la propria partecipazione. Tale clausola assolve dunque alla funzione di consentire al socio di maggioranza di: agevolare la cessione del pacchetto di maggioranza laddove il possibile acquirente non intenda effettuare l'investimento se non acquistando l'intero capitale sociale; valorizzare meglio la propria partecipazione laddove in base allo statuto sociale alla minoranza spettino particolari diritti di *voice* che renderebbero meno solida e dunque meno appetibile la posizione del socio di maggioranza. Per tale ragione si tratta di clausole sovente richieste dal c.d. *partner* industriale, vale a dire da colui che sia in senso economico il vero e proprio soggetto imprenditoriale attivamente partecipe alla gestione sociale».

blocco” o comunque dotate di significativi poteri di controllo o di azione³²⁷; benché ciascuna di tali clausole abbia una propria autonomia tipologica derivante dalla distinta struttura operativa, comune al diritto di accordamento e a quello di trascinarsi sarebbe allora la finalità di assicurare la massimizzazione del profitto recuperabile dalla dismissione della partecipazione, in uno alla possibilità di sterilizzare, o quantomeno di contenere, le condotte ostruzionistiche degli altri membri della compagine sociale³²⁸.

Il perseguimento di tali obiettivi, di natura economica ancor prima che di governo societario, incontra però dei limiti, poiché l'uso distorto dello strumento negoziale potrebbe rintracciarsi nel fatto che il socio trascicante, il quale abbia pattuito con la controparte di inserire in statuto clausole dettate nel suo esclusivo interesse, subite dai soci trascicanti, pone in essere una condotta contraria a buona fede, idonea a legittimare il rifiuto degli altri soci di aderire al contratto programmato con il terzo acquirente e in grado di rappresentare il presupposto di una *exceptio doli generalis* che paralizzi l'acquisto forzoso³²⁹. A livello strutturale, al pari del *tag-along*, anche il *drag-along* si configura come contratto sospensivamente condizionato, nella misura in cui quando una parte vende o decide di alienare la sua partecipazione, le altre sono tenute a vendere la propria quota al medesimo acquirente³³⁰; tuttavia, al di là di tale

³²⁷ Si pensi, senza pretesa di completezza, ai poteri riconosciuti alle minoranze “qualificate”, legati alla convocazione dell'assemblea (art. 2367, comma 1, c.c.) ovvero al rinvio dell'adunanza (art. 2374, comma 1, c.c.), all'impugnazione della deliberazione assembleare (art. 2377, comma 3, c.c.), nonché alla legittimazione attiva a promuovere azioni di responsabilità (art. 2393-*bis* c.c.) o anche presentare una denuncia al Tribunale (art. 2409 c.c.).

³²⁸ Tale comune matrice è enfatizzata da A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 964 ss.

³²⁹ Cfr. N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accordamento e trascinarsi*, cit., 75; C.F. GIAMPAOLINO, *Clausole di co-vendita (drag-along) ed “equa” valorizzazione dell'azione*, cit., 537-538; in giurisprudenza, Trib. Milano, 13 giugno 2013, n. 12380, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, 127 ss., con nota di R. FIORELLA, *L'exceptio doli sollevata avverso le persone giuridiche nella circolazione dei titoli azionari*.

³³⁰ Le principali proposte ricostruttive rispetto alla qualificazione dell'accordo di trascinarsi possono, in estrema sintesi, così delinearsi: (i) negozio di collaborazione, sotto forma di mandato ad alienare (con o senza rappresentanza), in ragione della necessaria cooperazione ai fini della produzione dell'effetto traslativo a vantaggio del terzo acquirente; (ii) patto d'opzione (per persona da nominare, a favore di terzo indeterminato), da ricondursi alla più ampia categoria dei negozi preparatori, che però ben si attaglia solo ad un'attuazione frazionata dell'obbligo di co-vendita, stabilendo che, solo dopo l'alienazione della quota libera dal vincolo di trascinarsi, i soggetti

profilo di contatto, ben più significative sono le differenze che intercorrono tra i due congegni negoziali, fino al punto che ricorre la qualificazione del *drag-along* in termini di fattispecie omogenea a quella delle azioni riscattabili: si tratta, peraltro, di una contiguità che non deve essere enfatizzata dal momento che, al pari delle clausole di *tag-along*, anche le pattuizioni di trascinamento svolgono una funzione di coordinamento degli atti di trasferimento delle azioni quando si debba cedere la totalità del pacchetto azionario o, comunque, un quantitativo di azioni superiori a quelle detenute dal socio (o dai soci) di maggioranza.

In astratto, le differenze tra i due meccanismi appaiono nitide³³¹ ma occorre interrogarsi sull'eventualità che possa crearsi un cortocircuito tra accodamento e

passivi del rapporto siano tenuti a cedere le proprie azioni all'acquirente delle prime, il quale ne acquista la piena titolarità mediante un semplice atto unilaterale; (iii) contratto preliminare unilaterale, la cui distinzione rispetto all'opzione di preliminare bilaterale è quantomeno evanescente e che andrebbe in ogni caso modulato come contratto preliminare a favore di terzo indeterminato ma determinabile, ove i criteri per la successiva individuazione del beneficiario siano già stati fissati; (iv) fattispecie a struttura variabile, fondata su una configurazione del patto diversa a seconda del risultato concretamente perseguito dai contraenti, ovvero condensare la titolarità delle partecipazioni trascinate in capo allo stesso acquirente. In dottrina, C.F. GIAMPAOLINO, *Clausole di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 535 ss.

³³¹ Esse risultano così sintetizzabili: 1) la clausola di *tag-along* attribuisce il diritto di covendita al socio di minoranza, garantendogli tutela indennitaria o risarcitoria (qualora la si configuri con efficacia obbligatoria) ovvero impedendo il prodursi degli effetti traslativi della cessione di maggioranza ove non sia rispettata la procedura in favore del socio di minoranza (nell'ipotesi in cui si ricorra al meccanismo condizionale in grado di garantire tutela reale); al contrario, la clausola di *drag-along* attribuisce il diritto ad essere trascinato al socio di minoranza dinanzi ad un socio di forte che intende dismettere la propria partecipazione; 2) in entrambi i casi, l'impulso per l'attivazione del meccanismo proviene dal socio di maggioranza che intende cedere la propria partecipazione; nel meccanismo del *drag-along*, però, il socio di minoranza è direttamente coinvolto nella negoziazione intrapresa dal socio forte con il terzo potenziale acquirente (non si limita ad aggregarsi, con un separato contratto, alla prima alienazione intercorsa fra socio di maggioranza e terzo; e ciò perché la partecipazione del socio di minoranza è già inclusa nella proposta di vendita fatta dal socio di maggioranza al terzo acquirente e concorre a costituirne l'oggetto); 3) il socio di minoranza, quindi, con la clausola di *tag-along* conserva un margine di scelta, potendo rifiutare l'offerta irrevocabile di acquisto preveniente dal terzo estraneo anche ove detta offerta sia in linea con le condizioni di acquisto vantaggiose previste dallo statuto; nella clausola di *drag-along*, invece, se l'offerta rispetta le condizioni di vendita dettate per il socio di maggioranza, il socio di minoranza non potrà opporsi al fatto che la propria partecipazione rientri nella proposta di vendita indirizzata al terzo acquirente; ne consegue che, se le condizioni economiche sono rispettate, la posizione del socio di minoranza - seppur titolare di un "diritto" di *drag-along* - si trasforma in un "obbligo al trascinamento", difettando quella facoltà di scelta che invece connota il diritto statutario di accodamento; in particolare, la condotta inadempiente risulterà integrata in caso

trascinamento nell'ipotesi in cui i rispettivi meccanismi si attivino in contemporanea ovvero allorquando la sostanza economica dell'operazione finisca per realizzare una convergenza di interessi. È chiaro che il problema si pone ove lo statuto già prevede la compresenza di tali meccanismi ma non ne disciplina le interazioni procedurali; si dia il caso della contemporanea presenza di *tag-along* e *drag-along* rispetto a una cessione infragruppo del pacchetto azionario: esclusa l'operatività del primo meccanismo, se il secondo non venisse messo fuori gioco, una volta attivatosi concorrerebbe a creare situazioni disfunzionali, nelle quali il socio di maggioranza finirebbe per dare impulso alla fuoriuscita dalla compagine del socio di minoranza con una decisione che non avrebbe nulla a che vedere con la dismissione della partecipazione e la tutela del valore della stessa.

2.4 La limitata rilevanza dell'equa valorizzazione rispetto al tag along statutario.

La significatività degli effetti che si fanno discendere dalla titolarità di un pacchetto di controllo di una società³³² impone particolari cautele rispetto alla determinazione

di mancato rispetto del principio di equa valorizzazione della partecipazione ed un ipotetico acquisto delle partecipazioni in violazione di tale procedura importerà una sterilizzazione dei diritti sociali del terzo sul versante amministrativo; 4) al verificarsi del presupposto contrattuale, l'esistenza di una clausola di *drag-along* obbliga il socio di minoranza a stipulare un contratto di deposito fiduciario dei titoli ed a conferire ad un terzo (ovvero al socio di maggioranza stesso) una procura ad alienare. In ambito parasociale, tale dinamica è gestita facendo ricorso al c.d. *escrow agreement*, figura negoziale ignota al nostro ordinamento; per un'analisi dei tratti più salienti di tale contratto, cfr. V. SANGIOVANNI, *Il contratto di escrow*, in *Contratti*, 2013, 159 ss.; L. RENNA, *Compravendita di partecipazioni sociali. Dalla lettera di intenti al closing*, Bologna, 2015, 275 ss., il quale richiama la derivazione francese di «*escroue*» (pezzo di carta, rotolo di pergamena), per indicare, al fine di dimostrare la preminente funzione di garanzia del meccanismo, che una parte rimaneva in attesa fino a quando la transazione non fosse stata completata. In dottrina, per un accostamento di tale figura atipica all'art. 1773 c.c., si vedano anche gli studi di: P. FABRIS, *Mandato di escrow agent*, in *Contratti*, 2003, 858 ss.; A.M. LUCIANI, *Escrow*, in *Contr. e impr.*, 2005, 801 ss.; C. CARRASSI, "Escrow agreements" nel diritto inglese ed il contratto di distribuzione di prodotti sofisticati, in *Giur. it.*, 1991, 563 ss.; P. ZAGAMI, *L'escrow agreement negli ordinamenti di common law e nell'ordinamento italiano*, in *Trusts*, 2012, 365 ss.

³³² In argomento, si vedano le considerazioni di M. FRANZONI, *La rilevanza del contratto verso i terzi*, in V. ROPPO-A. D'ANGELO (diretto da), *Annuario del contratto*, Torino, 2014, 29; su un piano di teoria generale, non si può prescindere dalla riflessione di N. IRTI, *Rilevanza giuridica*, in *Jus*, 1967, spec. 89-92.

sia dell'oggetto della cessione azionaria programmata sia del prezzo della stessa e interseca, su un piano più ampio, il problema della esatta determinazione dell'oggetto del contratto³³³, specie perché una eventuale incertezza può esporre il socio interessato dalle pattuizioni di covendita a forme più o meno larvate di espropriazione³³⁴. La questione gravita intorno alla necessità di prevedere o meno per la partecipazione oggetto dell'alienazione congiunta una base minima di valorizzazione strumentale a contenere lo scarto che può intercorrere tra il valore di mercato dei titoli azionari e il prezzo convenzionalmente pattuito con il terzo acquirente; in sostanza, si afferma che il corrispettivo della cessione delle partecipazioni, avvenuta nelle forme della covendita, non dovrebbe essere inferiore alla somma che il titolare avrebbe diritto di percepire in caso di recesso *ex art. 2437-ter c.c.*³³⁵. In questa prospettiva, i rischi di asimmetria sono alimentati dalla circostanza che la determinazione del corrispettivo costituisce il risultato di un atto volontario di uno dei contraenti, cui è attribuito, di conseguenza, un peso non trascurabile nella quantificazione del prezzo della cessione, che il socio cedente può ritenere congruo e dunque accettare perfezionando la fattispecie traslativa. Prova ne è che, con limitato riguardo a questo profilo, è stata richiamata la controversa figura del c.d. «arbitraggio di parte», cioè della determinazione rimessa ad uno solo dei contraenti e, tradizionalmente, oggetto di alterne fortune in dottrina³³⁶.

³³³ Cfr. E. TIMPANO, *Le clausole di covendita*, in *Riv. not.*, 2019, 474-475.

³³⁴ Con conseguente violazione dei principi di cui agli artt. 24 e 42 Cost.; tra gli altri, cfr. C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, *cit.*, 1383.

³³⁵ Per un'analisi approfondita dei criteri di valutazione applicabili, si veda lo studio di P.M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 450 ss.; per la determinazione del valore della partecipazione azionaria in una società quotata, v. G. NUZZO, *Il diritto della minoranza alla stima "non semplificata" nell'aumento di capitale*, in *Riv. soc.*, 2018, 1282-1283; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 93 ss.

³³⁶ Per la tesi, invero risalente e superata, contraria alla liceità di tale fattispecie, D. RUBINO, *La compravendita*, in *Trattato di diritto civile commerciale*, Milano, 1962, 253. Cfr. A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005, 135 ss.; G. BELLANTUONO, *Indeterminatezza dell'oggetto e incompletezza contrattuale*, in *Foro it.*, 2007, I, 1699; E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in P. Rescigno - E. Gabrielli (diretto da), *Trattato dei contratti*, I, Torino, 2006, 861 ss.; A. GAMBARO, *Contratto e regole dispositive*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 28 ss. Tale modalità di *relatio* nella determinazione del prezzo non è ignota alle dinamiche societarie: è sufficiente pensare alla prelazione impropria, che non fa riferimento alla parità di condizioni convenute con il terzo, bensì a criteri determinati o resi

La questione, di cruciale rilevanza rispetto alle clausole di trascinamento³³⁷, deve essere rimeditata rispetto al *tag-along*, potendosi fin d'ora anticipare che la previsione di un *floor* minimo non integra una condizione di validità della fattispecie in parola, come testimoniano le ipotesi di covendita estranee al diritto societario, rispetto alle quali non è stata mai avvertita la necessità di fissare un prezzo minimo di cessione; nonostante non possa tacersi la convergenza di interessi che avvince stipulante e promittente, entrambi interessati a lucrare il massimo corrispettivo ricavabile dalla cessione azionaria³³⁸, non si ravvisa un particolare pericolo di abusi poiché il socio di minoranza, a cui vantaggio è prevista la clausola di accodamento, resta pur sempre

determinabili *ex ante* in modo autonomo. Si veda anche, per l'attualità di alcune conclusioni cui perviene, il risalente studio di P. DI PACE, *Il negozio per relationem*, Torino, 1940, 32 ss.

³³⁷ La cui legittimità è affermata purché la clausola abbia come contrappeso negoziale la equa valorizzazione della partecipazione oggetto di dismissione forzosa e a condizione che sia oggetto di un sindacato sulle modalità attuative della cessione, volto a verificare che non si pervenga ad una attribuzione in favore del socio forte di un diritto di escludere *ad nutum* il socio di minoranza e che, dunque, la convenzione statutaria venga eseguita secondo buona fede (art. 1375 c.c.). Tale impostazione, invero, non è unanimemente condivisa perché anche rispetto al *drag-along*, in senso opposto alla necessità di prevedere un meccanismo che garantisca l'equa valorizzazione delle partecipazioni, si sostiene che, in assenza di una specifica previsione normativa, i soci gravati dal vincolo di trascinamento restano comunque liberi di obbligarsi a vendere le loro quote per un prezzo indeterminato ma determinabile. Seguendo questa ricostruzione, il pericolo di abusi perpetrati dal socio beneficiario del patto, verrebbe scongiurato dai soggetti obbligati alla covendita attraverso l'*exceptio doli generalis* e, ove si profili un'intesa simulatoria fra il socio stesso ed il terzo acquirente, sarebbe esperibile l'azione di simulazione, finalizzata a smascherare l'effettivo ammontare del corrispettivo dissimulato. In giurisprudenza, v. Trib. Milano, 1 aprile 2008, *cit.*, ove si è ribadito che la clausola di trascinamento rischia di attribuire al socio maggioritario un potere discrezionale di estromissione degli altri soci, alla cui tutela non è sufficiente il diritto, conferito dallo statuto ai medesimi, di esercitare la prelazione nell'acquisto ad identiche condizioni della stessa partecipazione di maggioranza. Conclusione che si impone perché il diritto di prelazione non rappresenterebbe una tutela sufficiente per il socio, il quale, ove non intendesse esercitarlo, verrebbe comunque obbligato a dismettere la propria partecipazione sulla base del prezzo offerto dal terzo; fermo restando che il vincolo prelatizio potrebbe anche non essere previsto, questo non basterebbe in ogni caso a tenere al riparo il socio dal rischio di venire obbligato a cedere la propria partecipazione ad un prezzo, quello offerto dal terzo, lontano dall'effettivo valore della stessa. In sostanza, è innegabile che la clausola di prelazione possa prevenire il rischio per il socio espropriato, ma non lo azzera del tutto, in quanto il socio deve comunque investire per non essere costretto a dismettere la propria partecipazione.

³³⁸ La questione può essere letta pure attraverso la lente della limitata razionalità cognitiva delle parti (anche) in occasione delle operazioni di trasferimento della proprietà azionaria; Cfr. M.A. EISENBERG, *The Structure of Corporation Law*, in *Columbia Law Review*, 1989, vol. 89, 1461-1462; in termini più generali, ID., *The Limits of Cognition and the Limits of Contracts*, in *Stanford Law Review*, 1995, vol. 47, 211.

libero di non accettare l'offerta irrevocabile di acquisto proveniente dal terzo potenziale acquirente e innescata dall'impulso dismissivo del socio di maggioranza³³⁹.

È questo l'aspetto dirimente che, a parere di chi scrive, confina sul piano della limitata rilevanza - almeno nell'uso corrente che l'espressione assume per esprimere l'importanza di un determinato concetto da un certo punto di vista³⁴⁰ - il problema dell'equa valorizzazione rispetto al *tag-along* statutario. Con maggiore sforzo esplicativo, è sufficiente notare che il socio di minoranza non versa mai in uno stato di soggezione tale da costringerlo a dismettere la sua partecipazione ad ogni costo: egli, dunque, non vede compresso neppure minimamente il suo potere dispositivo dei titoli azionari, con la conseguenza che la previsione di un correttivo statutario a salvaguardia della sua posizione risulterebbe inutile, se non superflua; per di più, nulla impedisce che l'alienazione delle azioni avvenga ad un valore reale inferiore rispetto a quello pari al *fair market value* e ciò perché, sebbene la determinazione del prezzo della cessione sia il risultato di una *relatio* rispetto al contratto che vincola il socio di maggioranza e il terzo, la valutazione di convenienza dell'importo stabilito postula in ogni caso una autonoma manifestazione di adesione del socio di minoranza il quale, esprimendo il suo assenso o il suo rifiuto, filtra il prezzo pattuito da altri assicurando la simmetria del meccanismo³⁴¹. Quindi, fermo restando che il

³³⁹ Non manca, in dottrina, chi ridimensiona la portata del principio di equa valorizzazione persino rispetto alle clausole di trascinato, ove venga però «assicurato un corrispettivo che le parti hanno considerato congruo, essendo idoneo ad assicurare, per esempio, un certo ritorno economico sull'investimento», siccome «potrebbe apparire eccessivamente restrittivo ritenere che, anche nei casi in cui sia previsto un *floor*, la clausola di *drag along* debba considerarsi nulla in quanto contraria ai principi inderogabili del nostro ordinamento»; cfr. L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, *cit.*, 1046-1047.

³⁴⁰ Per tutti, N. ABBAGNANO, voce *Rilevante*, in *Dizionario di filosofia*, Torino, 1961, 734: «si chiama rilevante un enunciato significante, specie se è importante per il significato complessivo del contesto in cui ricorre. Si chiamano talora rilevanti anche gli elementi di fatto importanti per il giudizio di una situazione determinata».

³⁴¹ Sarebbe ingenuo non evidenziare che, soprattutto nelle società chiuse, le partecipazioni dei soci di minoranza sono oggetto di una sistematica «svalorizzazione», in quanto questi sono prigionieri di partecipazioni sociali prive di sbocchi di mercato: tali soci, peraltro, sono raramente interessati dalla distribuzione di utili e, di solito, risultano anche esclusi dall'accesso alle cariche sociali e quindi dalla percezione dei relativi compensi.

procedimento di fissazione del prezzo della cessione³⁴² si struttura come negoziazione tra terzo e socio di maggioranza, cui il socio titolare del diritto di *tag-along* non è invitato a partecipare, questi conserva pur sempre intatto il potere di negoziare le condizioni della sua uscita dalla compagine decidendo se aderire o meno alla proposta di acquisto di cui sia destinatario, senza che ciò sconfessi l'assunto in forza del quale l'equa valorizzazione delle partecipazioni viene in rilievo in tutte quelle situazioni attinenti all'uscita del socio dalla società e, correlativamente, non trova spazio ove siano in discussione le condizioni della sua permanenza nella compagine³⁴³.

Benché non possa negarsi che tutte le volte che deve essere liquidata la partecipazione di un socio il legislatore detta criteri di quantificazione del valore di liquidazione, inderogabili *in peius* per il socio uscente³⁴⁴, rispetto al diritto statutario

³⁴² Cfr. G. ALPA, *Appunti sulla nozione di "prezzo"*, in *Giur. comm.*, I, 1982, 621: l'A., dopo aver rilevato che «il prezzo di volta in volta assume connotati linguistici diversi, espressi in termini di controprestazione, canone, somma di denaro, stima, cosa, frutto, spesa, compenso», ritiene «più esatta la definizione che allude al contenuto e alla funzione del prezzo» per cui il prezzo è «la misura in denaro del valore di un bene o di una prestazione». In una diversa direzione si pone l'opinione di G. IUDICA, *Il prezzo nella vendita di partecipazioni azionarie*, cit., 750, secondo il quale il prezzo non consiste nel controvalore espresso in denaro del bene alienato, in quanto ciò presuppone l'esistenza di un «valore intrinseco» del bene stesso; tuttavia, come avverte l'A., «non esiste un valore «reale» di un bene ovvero un valore di un bene o di una prestazione: il campo della determinazione del valore dei beni è intriso di soggettività». Più di recente, sulla stessa linea, M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, cit., 93 e ss., che, «constatata l'illusorietà della pretesa di rintracciare un valore «reale» della partecipazione o dell'azienda sociale», mette in guardia l'interprete dall'arbitrarietà delle possibili ricadute dell'assunto, facendo leva sulla centralità del procedimento di stima «nel senso che la misura di valore scaturita da quel processo potrà definirsi «corretta» non in quanto «esatta», cioè espressiva di una (preesistente) qualità intrinseca delle azioni, bensì soltanto ove risponda allo scopo perseguito dall'enunciato normativo che ne prevede l'individuazione». Quindi, l'ipotizzabilità dell'esistenza di un valore «oggettivo» del bene passerebbe necessariamente attraverso la compressione dei margini di discrezionalità dei soggetti valutatori.

³⁴³ In argomento, v. D. PISELLI, *Il principio di "equa valorizzazione" della partecipazione sociale è riferibile solo all'uscita del socio dalla società?*, in *Società*, 2015, 974, il quale ipotizza l'esistenza di un diritto del socio a vedere adeguatamente "valorizzata" la sua partecipazione anche durante la vita della società.

³⁴⁴ Si pensi all'art. 2289, comma 2, c.c., che, per le società di persone, nelle ipotesi di morte, recesso ed esclusione del socio, stabilisce che «la liquidazione della quota è fatta in base alla situazione patrimoniale della società nel giorno in cui si verifica lo scioglimento»; ai criteri dettati analiticamente dall'art. 2437-ter c.c., richiamati dall'art. 2437-sexies c.c., nell'ipotesi di riscatto azionario; all'art. 2355-bis c.c. che subordina l'efficacia del rifiuto del mero gradimento al trasferimento delle azioni alla previsione statutaria di un obbligo di acquisto delle azioni dell'alienante, o il suo diritto di recesso,

di covendita le fattispecie di *exit* del socio, *ex art. 2437-ter c.c.* e per previsione statutaria, non possono trovare perfetta coincidenza applicativa, dal momento che l'autonomia dispositiva delle parti non incontra ostacoli neppure ove intenda disattendere il criterio di equa valorizzazione³⁴⁵; se sul piano della necessità non occorre, quanto al *tag-along*, un *floor* minimo di valorizzazione, sul versante dell'opportunità e in una logica deflattiva del contenzioso, è auspicabile che i soci, in sede di predisposizione statutaria del meccanismo, si riportino a parametri obiettivi per la formazione del prezzo di alienazione indicando, con un accettabile grado di precisione, i criteri di valutazione che dovranno essere rispettati in sede di quantificazione del valore delle quote interessate dall'alienazione congiunta, ovvero rinviando al metodo di liquidazione del valore delle azioni dettato in materia di recesso. Si consideri poi che, se si capovolgesse l'impostazione cui qui si intende aderire, non potrebbe mancare di notare che l'imposizione di un *floor* minimo di valorizzazione con conseguente declaratoria di nullità dell'assetto di interessi che a tale condizione non si conformi, costituirebbe in ogni caso soluzione meno efficiente di un rimedio di tipo risarcitorio³⁴⁶. In ogni caso, soprattutto nelle società chiuse, dovrebbe tenersi conto della situazione in cui alcuni soci risultano titolari di

imponendo, nel secondo comma, che «il corrispettivo dell'acquisto o rispettivamente la quota di liquidazione sono determinati secondo le modalità e nella misura previste dall'art. 2437-ter». Ed il successivo terzo comma stabilisce che la stessa disposizione «si applica in ogni ipotesi di clausole che sottopongono a particolari condizioni il trasferimento a causa di morte delle azioni, salvo che sia previsto il gradimento e questo sia concesso». A tacere dei casi della scissione non proporzionale di cui all'art. 2506-bis, comma 4, c.c., e dell'o.p.a. totalitaria (art. 111 t.u.f., che richiama i parametri dettati dall'art. 108, commi 3, 4 e 5 ai fini della determinazione del corrispettivo per l'acquisto dei titoli in circolazione).

³⁴⁵ Che il rapporto tra norme dispositive e norme imperative abbia visto un significativo arretramento delle seconde a vantaggio delle prime è rilevato nello studio di F. D'ALESSANDRO, *La "provincia" del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34. A questo si aggiungano: P. SPADA, *Autorità e libertà nel diritto delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I, 715, a parere del quale «chi allega l'inderogabilità ha l'onere di dimostrarla [...] perché l'interprete [...] ha il dovere di muovere dalla contrattualità della società»; e C. IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 143 ss., il quale conclude per l'esistenza di una tendenziale «presunzione di derogabilità»

³⁴⁶ Di tale avviso, anche A. STABILINI - M. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, *cit.*, 998-1000.

una prerogativa che non si riflette nella partecipazione intesa oggettivamente (evenienza presa in espressa considerazione dall'art. 2346, comma 4, c.c.) e, di conseguenza, in presenza di situazioni di disparità appare non solo giustificato, ma effettivamente “giusto”, in sede di liquidazione della partecipazione, calibrarne la quantificazione del valore valicando anche i limiti entro i quali la legge ammette una specificazione statutaria dei criteri legali³⁴⁷; in ipotesi simili, poiché la negoziazione della partecipazione è il nucleo essenziale dell'operazione, coerenza vorrebbe che non venissero frapposti impedimenti al temperamento dei criteri legali, la cui portata potrebbe subire attenuazioni strumentali a riflettere, anche in sede di liquidazione dell'investimento, la situazione di disparità³⁴⁸ che gli stessi soci hanno voluto e accettato fin dall'inizio³⁴⁹.

Le conclusioni cui si è pervenuti devono essere ulteriormente verificate rispetto all'eventualità in cui si ammetta la realizzazione di una ripartizione non proporzionale fra i soci del corrispettivo convenuto con il terzo acquirente per l'alienazione congiunta del pacchetto di azioni ovvero della totalità delle stesse e,

³⁴⁷ La questione è messa in evidenza da E. SPOLIDORO, *La contrattazione delle condizioni di introduzione, nello statuto della società a responsabilità limitata, delle clausole che comportano il disinvestimento della partecipazione dei soci*, cit., 107; cfr. M. CIAN, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *Riv. soc.*, 2010, 304.

³⁴⁸ Si pensi al caso di un socio che abbia prestato garanzia sul patrimonio: è ragionevole ritenere che a questi possa corrisponderci una somma che tenga conto anche del maggior apporto conferito; viceversa, al socio che abbia conferito meno di quanto rappresentato dalla propria partecipazione andrebbe versata una somma rispondente all'effettivo conferimento; parimenti, al socio che abbia procurato ad altri una occasione di disinvestimento potrebbe essere riconosciuto un premio sotto forma di maggiorazione di prezzo.

³⁴⁹ La simmetria tra ingresso e *exit* dalla società sembra essere presupposta da C. FRIGENI *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 204, testo e nota: l'A. ammette che «così come in sede di costituzione i soci possono concordare i criteri in base ai quali procedere alla valutazione dei beni in funzione della determinazione della misura del rispettivo investimento nella società, allo stesso modo è possibile stabilire in anticipo le modalità con cui dovrà procedersi alla stima di determinati elementi del patrimonio sociale per calcolare il valore della quota di liquidazione da corrispondere a chi intenda recedere dalla società», benché poi arrivi a negare la possibilità di pattuire sconti di liquidità o di minoranza, stante l'affermata inderogabilità *in peius* dei criteri di valutazione della partecipazione in caso di recesso.

comunque, nei casi di fuoriuscita simultanea dall'investimento societario³⁵⁰; a tal proposito, la soluzione positiva - avallata anche dalla prassi notarile³⁵¹ - evidenzia che «nella prospettiva della dismissione congiunta dell'investimento partecipativo, le parti possono dunque prevedere che il corrispettivo che il terzo complessivamente riconosce sia ripartito in modo non proporzionale rispetto alle partecipazioni da ciascun socio effettivamente possedute e dunque effettivamente vendute. Le ragioni di un tale possibile assetto possono essere varie: dalla volontà di assicurare *ex ante* ad un socio investitore un ritorno minimo dell'investimento effettuato, alla disponibilità viceversa di riconoscere ad un socio industriale un “premio” per il suo apporto alla buona riuscita dell'iniziativa, e così via³⁵²». A ciò si aggiungano i casi in cui la previsione in via statutaria di una ripartizione non proporzionale del ricavato costituisce la contropartita imposta dal socio di minoranza a quello titolare del pacchetto di riferimento per ottenere l'attivazione del diritto di accodamento; in simili ipotesi, essa rappresenta uno strumento di coazione all'adempimento del socio debole - paragonabile al c.d. *endowment effect*³⁵³ - che confluisce nella trama statutaria o attraverso la creazione di una categoria speciale di azioni oppure per effetto di una previsione spersonalizzata strumentale ad identificare i potenziali beneficiari del meccanismo, ovvero ancora, come appare preferibile, mediante un autonomo impegno assunto all'avvio delle trattative con il terzo che prescinde da una

³⁵⁰ Per le implicazioni connesse a questo aspetto e ad altri profili di rilevanza pratica, v. A. BUSANI, *Massime notari e orientamenti professionali. Drag along (diritto di pretendere la co-vendita)*, in *Società*, 2017, 1162 ss., spec. 1166-1167.

³⁵¹ Si veda la massima n. 126 del 5 marzo 2013 del Consiglio notarile di Milano.

³⁵² Così, testualmente, la massima citata alla nota precedente, la quale chiarisce che una clausola statutaria di tale tenore partecipa della medesima natura propria delle altre clausole volte a disciplinare in via statutaria vicende circolatore delle azioni o delle quote.

³⁵³ È il c.d. effetto dotazione, in forza del quale una parte (in tal caso, il socio di minoranza) è indotta a richiedere, per il trasferimento di un bene, un corrispettivo superiore rispetto a quello che essa stessa sarebbe disponibile a pagare per l'acquisto del medesimo bene; per le implicazioni in ambito giuridico, cfr. R. B. KOROBKIN, *The Endowment Effect and Legal Analysis*, in *Northwestern U. Law. Rev.*, 2003, vol. 97, 1227. L'innescarsi di tale effetto presuppone, in ogni caso, la titolarità attuale della partecipazione in capo al socio di minoranza, pena il venir meno del presupposto sul quale esso si regge.

statutarizzazione dei criteri di suddivisione del corrispettivo (e purché non si valichi il divieto del patto leonino).

L'interrogativo di fondo intorno al quale orbitano le varie ipotesi considerate attiene alla necessità o meno di distinguere l'esercizio dell'autonomia negoziale quando essa si limita a conformare la proprietà azionaria da quando essa dispone della partecipazione sociale stessa³⁵⁴; si tratta di una questione che si riallaccia agli spazi riconosciuti alla libertà dei privati di determinare il prezzo della cessione (si pensi all'assegnazione di azioni non proporzionale al conferimento *ex art. 2346, comma 4, c.c.*³⁵⁵, vicenda che determina l'arricchimento di un socio in danno dell'altro e che, però, esaurisce la propria rilevanza sul piano dei rapporti interni tra i soci interessati) e alla indefettibile giustificazione funzionale di simili opzioni negoziali che, a prescindere da come vengano in concreto attuate, rappresentano la vicenda generatrice di una singolare distribuzione del rischio³⁵⁶.

3. La prospettiva civilistica e la dimensione societaria nella ricostruzione della fattispecie.

La variabilità strutturale e funzionale del diritto statutario di covendita ha dimostrato che la matrice puramente negoziale che caratterizza la sua operatività non può prescindere dal contesto societario nel quale essa si iscrive; da quest'ultima dimensione non può farsi astrazione perché, come rilevato, la progressiva erosione del dogma del diritto alla qualità di socio ha fatto emergere in tutta la sua complessità il momento organizzativo che - come autorevolmente sostenuto³⁵⁷ - investe non solo

³⁵⁴ La questione è posta, tra gli altri, da P. SPADA, *La tipicità delle società, cit.*, 174 ss.; seppur rispetto all'ipotesi di una clausola di prelazione soggettivamente limitata (es. attribuita al solo socio di maggioranza), si rimanda A. PAVONE LA ROSA, *Brevi osservazioni in tema di limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, in *Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, cit.*, 633 ss.

³⁵⁵ Le varie implicazioni della previsione normativa sono state investigate da P. FERRO LUZZI, *La «diversa assegnazione delle azioni» (art. 2346, comma 4, c.c.)*, in ABBADESSA-PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, *Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, cit.*, 584 ss.

³⁵⁶ Per una verifica delle deroghe che il principio di correlazione tra rischio e potere incontra nel diritto societario vigente e per un'analisi del suo significato attuale, cfr. M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentale o una regola suppletiva?*, in *ODCC*, 2016, 379 ss.

³⁵⁷ Che la partecipazione sociale e l'azione ineriscano all'organizzazione societaria, è ampiamente argomentato da L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni, cit.*, 173 ss.; P. FERRO LUZZI, *I*

le partecipazioni sociali, seppur derivanti dal contratto, ma anche la loro trasmissibilità. Si tratta di una prospettiva ineludibile dal momento che già il mero recepimento della clausola di accodamento nel contesto statutario, con ogni conseguenza in ordine all'opponibilità ai terzi e agli organi sociali, è sintomatico dell'impossibilità di relegare il *tag-along* su un piano di pura negozialità.

Del resto, al fine di intensificare l'impatto sulle strutture corporative della società dei meccanismi di accodamento, non si ravvisano ostacoli teorici all'ipotizzabilità, facendo leva sulla traccia segnata dall'art. 2348, comma 2, c.c., di una speciale categoria di azioni che include, a vantaggio dei suoi titolari, il diritto di accodamento³⁵⁸. Una scelta siffatta non pregiudicherebbe in alcun modo il principio di parità di trattamento degli azionisti, in quanto atterrebbe soltanto alla conformazione della partecipazione azionaria, appiattita sulla considerazione oggettiva delle azioni nei termini di una uguaglianza dei diritti che esse conferiscono, e delle possibili deroghe ad essa³⁵⁹.

Una volta venuta ad esistenza la società, il profilo contrattuale - che esaurirebbe la sua rilevanza soltanto nel momento genetico della stessa - viene meno lasciando spazio all'ordinamento organizzativo³⁶⁰, senza che il primo possa tornare a prevalere, in ragione del forte nesso che lega l'attività e le sue forme di estrinsecazione. Un rilievo del genere - per quanto, se ne è consapevoli, apodittico - lascia intravedere

contratti associativi, cit., 128 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale, cit.*, 287 ss., il quale sostiene che l'alienazione della partecipazione sociale non configura una cessione del contratto, seppur abbia fonte in esso, ma si qualifica nella cessione del «diritto di partecipazione», inteso come diritto patrimoniale.

³⁵⁸ Soluzione diversa appare percorribile nel caso della s.r.l. ove la duttilità del tipo, unita a un'interpretazione estensiva dell'art. 2468, comma 3, c.c., ammette l'attribuzione in favore dei soci di particolari diritti, ivi compresi quelli di covendita.

³⁵⁹ Per una ricostruzione del principio di parità di trattamento degli azionisti come regola che (almeno in parte) partecipa alla sfera del *Sozialrecht* mentre, al momento del contratto sociale, l'unica prospettiva rilevante è quella dell'*Individualrecht*, si rinvia a C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, spec. 4 ss.

³⁶⁰ L. MOSSA, *Società commerciali e personali*, in ID. (diretto da), *Trattato del nuovo diritto commerciale*, Padova, 1951, 185 ss.: secondo l'A. il contratto di società è funzionale alla nascita dell'organizzazione, la quale poi si autonomizza dal contratto fino a prevalervi; A. GRAZIANI, *Diritto delle società, cit.*, 86; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni, cit.*, 118 ss.

in filigrana il costante dilemma tra contrattualismo e istituzionalismo³⁶¹, tra impresa attività e impresa ordinamento³⁶², risolto, rispetto alle clausole di covendita, almeno in linea tendenziale, nel senso dell'arretramento dell'impostazione contrattualistica (si pensi alla mera tutela obbligatoria, indennitaria o risarcitoria; v. *supra* -), in favore degli strumenti societari e statutari di protezione del soggetto attivo della covendita, con ciò evidenziando come i rapporti tra soci e tra ciascun socio e la società non siano spiegabili soltanto col metro contrattuale³⁶³.

È però altrettanto noto che la dimensione societaria non si esaurisce nell'ambito statutario, non potendosi negare che, almeno sin dalle sue prime manifestazioni nell'ordinamento interno, il terreno elettivo della covendita è stato proprio quello dei patti parasociali; con una metafora geometrica cui qui si intende dare continuità, si è rilevato che i patti di covendita e i patti parasociali si pongono in rapporto di specialità reciproca, al pari di due cerchi che si sovrappongono parzialmente³⁶⁴. Ciononostante, l'inserimento delle clausole di accodamento in statuto e non in convenzioni parasociali ne ha semplificato alcuni aspetti: è stato dunque eliminato il problema della durata delle stesse – ove ricostruite in termini di limitazioni alla circolazione della partecipazione – siccome sarebbero a tempo indeterminato (se

³⁶¹ Le ascendenze weimariane sono note e non possono qui essere neppure minimamente ripercorse; per la tesi istituzionalista (dell'impresa in sé), v. per tutti: W. RATHENAU, *La realtà della società per azioni. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari*, in *Riv. soc.*, 1960, 913 ss.; A. ASQUINI, *I battelli del reno*, in *Riv. soc.*, 1959, 119 ss. Per un'analisi più ampia, v. G. VISENTINI, *Le filosofie della società per azioni e l'esperienza italiana*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 751 ss.

³⁶² Per l'idea che l'adesione ad una delle due teorie costituisca un'operazione neutrale e per una proposta di superamento dell'antinomia tra le stesse, v. G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo. (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, 704-705; G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e le società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 477-478. Più di recente, G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, cit., 66-70.

³⁶³ La felice espressione si deve a G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, cit., 158.

³⁶⁴ L'immagine è di C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita» (tag along e drag along)*, cit., 392, il quale chiarisce che «nella classe dei patti di co-vendita è presente una sottoclasse costituita dai patti di co-vendita parasociali (dove l'interesse di tale ultima figura ai fini di questo studio). Simmetricamente, nella classe dei patti parasociali è ricompresa una sottoclasse di patti parasociali di co-vendita. Conseguentemente alcuni patti di co-vendita (ma non tutti) sono anche patti parasociali, così come alcuni patti parasociali (ma non tutti) sono anche patti di co-vendita»; per l'analisi del rapporto di specialità reciproca, v. F. D'ALESSANDRO, *Amministratori di società di capitali e potere di rappresentanza cambiaria*, in *Giust. civ.*, 1981, I, 3072 ss.

contemplate in statuto); sebbene continui ad apparire ragionevole l'affermazione dell'operatività del limite quinquennale anche per il diritto di covendita, nella s.p.a., si è realizzata una tendenziale sovrapposizione fra vincoli al trasferimento della partecipazione e clausole di *tag-along* perché, almeno secondo l'opinione prevalente, l'estensione statutaria di queste ultime sarà, all'incirca, coincidente con quella delle clausole di intrasferibilità della partecipazione³⁶⁵.

La valutazione dell'impatto che esse dispiegano sulla struttura corporativa dell'ente consente infatti di affermare che, nel caso di adozione di una clausola di *tag-along* statutaria, pur nella sua versione più elementare, l'ipotetica cessione della partecipazione da parte del socio di maggioranza in violazione del diritto di covendita spettante al socio di minoranza risulterebbe pienamente efficace tra le parti, ma non opponibile alla società, con effetti analoghi a quanto si verifica, secondo i più, nel caso di violazione di una clausola di prelazione statutaria.

Tuttavia, una soluzione di minore rigore appare percorribile perché le clausole di covendita, quand'anche formulate in modo così restrittivo da impedire la cessione della partecipazione, nel caso in cui il vincolo sia eluso non possono comunque essere assimilate a un divieto di alienazione *tout court* (es. clausole di mero gradimento)³⁶⁶. E ciò perché gli ostacoli che l'accodamento pone ai poteri dispositivi

³⁶⁵ Nella s.r.l. la prospettiva muta, siccome la previsione più permissiva di cui all'art. 2469 c.c. induce ad ammettere, in tesi, una durata potenzialmente illimitata di tali clausole, salvo il diritto di recesso allo scadere del biennio.

³⁶⁶ Significativi, in argomento, sono i decreti resi da Trib. Monza, 7 maggio 1997, *cit.*, e App. Milano, 23 giugno 1997, entrambi in *Società*, 1997, 1304, con nota di A. FIGONE, *Limiti statutari alla circolazione delle azioni*, che, rispetto a un regime di circolazione delle azioni modulato attraverso la previsione di una clausola di gradimento, una clausola di prelazione e una pattuizione di covendita - stando alla quale, nell'eventualità in cui la prelazione non fosse stata esercitata, tutti i soci avevano diritto di «partecipare pro quota all'atto traslativo» divisato dall'alienante -, sotto il vigore della disciplina ante Riforma, avevano statuito l'illegittimità del diritto di covendita. La collisione con le norme di cui all'art. 1379 c.c. e all'art. 2355 c.c. (previgente formulazione) era inevitabile siccome il sistematico esercizio del diritto di accodamento avrebbe precluso all'azionista che intendesse dismettere la sua partecipazione di conseguire totalmente il risultato del disinvestimento, siccome l'intervento dei covenditori lo avrebbe di volta in volta costretto a circoscrivere le azioni alienate ad una frazione di quelle possedute. Per effetto dell'accodamento, l'azionista interessato al disinvestimento avrebbe visto la sua partecipazione assottigliarsi progressivamente, senza però mai azzerarsi, rendendolo *prisonnier de son titre*.

dei titolari dell'intero pacchetto azionario ove il potenziale acquirente non intenda acquistare un quantitativo di titoli superiori a quello che costituisce oggetto del contratto di cessione con il soggetto che ha assunto l'iniziativa di alienare, non esauriscono gli effetti della vicenda traslativa, la quale consente, se valutata da un diverso angolo prospettico, di approfittare delle alienazioni altrui. Da ciò discende che eventuali limitazioni di ordine quantitativo non possono in alcun caso essere equiparate ad un divieto assoluto di alienazione che sortisce, sul piano organizzativo, l'effetto opposto a quello che il *tag-along* attua, dal momento che impedisce al socio la fuoriuscita dalla compagine sociale. Non può infatti utilmente sostenersi che l'autonomia statutaria possa essere circoscritta nei limiti della esclusione dell'alienabilità della partecipazione sociale, perché la gestione del diritto al disinvestimento trova il suo terreno elettivo nella dimensione sociale, l'unica in grado di conferire rilevanza organizzativa ai meccanismi negoziali di trasferimento azionario.

Tuttavia, la rilevanza pratica della questione si apprezza solo quando gli obblighi previsti dalle clausole statutarie vengono disattesi; infatti, in linea di principio, nulla impedisce che la collocazione statutaria della clausola ammetta che l'autonomia collettiva dei soci preveda soluzioni compatibili con il trasferimento a terzi, ferma restando l'opportunità che la formulazione statutaria della pattuizione sia la più completa possibile e disciplini con dettaglio anche le conseguenze del mancato rispetto del diritto di accodamento³⁶⁷. Allo stato, la soluzione da preferire sembra, come anticipato, quella che sanziona la violazione del diritto statutario di covendita

³⁶⁷ Le opzioni dello statuto possono essere le più varie: può prevedersi che in caso di violazione del diritto di accodamento, i soci che si siano avvantaggiati dello stesso abbiano il diritto di cedere al socio alienante, alle condizioni e al prezzo indicati, la propria partecipazione nella stessa misura che avrebbero avuto diritto di trasferire al terzo potenziale acquirente; è altresì possibile che in caso di mancato rispetto delle condizioni dettate dalla clausola di *tag-along*, l'offerta del terzo potenziale acquirente si consideri non formulata e che a questi il socio primo alienante non possa cedere i titoli; ancora, in linea con l'efficacia reale che la collocazione statutaria assicura a tali clausole, può stabilirsi che qualunque trasferimento in violazione della clausola di accodamento non sarà efficace nei confronti della società e dei suoi soci e l'acquirente non potrà essere iscritto nel libro soci, non sarà legittimato all'esercizio del diritto di voto o di altri diritti sociali inerenti ai titoli acquistati, né tantomeno potrà cedere questi ultimi – con effetto verso la società – a soggetti diversi dal socio alienante.

con l'inefficacia assoluta del contratto di alienazione della partecipazione che sia intercorso tra le parti; si tratta di una conseguenza che appare sì coerente con il più ampio sistema dei limiti statutari alla circolazione delle azioni ma non per questo sempre allineata alla prassi degli affari nella misura in cui, se è innegabile che l'efficacia e l'opponibilità del trasferimento azionario postulano il rispetto del diritto statutario di covendita, è anche vero che, in ipotesi di silenzio dello statuto, il problema di individuare il soggetto legittimato all'esercizio dei diritti sociali non si pone neppure.

Diverso discorso è invece a farsi nell'eventualità in cui le parti, rispetto ad una cessione avvenuta in spregio della clausola di *tag-along* e nell'esercizio della loro autonomia statutaria, abbiano espressamente convenuto l'efficacia del contratto traslativo, nonostante l'inopponibilità dello stesso alla società; in un caso del genere, l'autonomia privata rischia di valicare i "limiti imposti dalla legge" (art. 1322, comma 1, c.c.) congegnando un regolamento negoziale che, benché destinato ad esaurire la sua efficacia *inter partes* e al di là dell'elusione dei contenuti della clausola statutaria, verrebbe svuotato dell'efficacia traslativa che tipicamente si ascrive alla cessione della partecipazione azionaria, poiché l'avente causa non diverrebbe socio né tantomeno sarebbe legittimato all'esercizio dei diritti sociali. Un'operazione così congegnata difetterebbe di una apprezzabile ragion pratica e gemmerebbe da un contratto che si regge sulla finalità – comune ad entrambe le parti – di eludere la clausola di accodamento e, in quanto tale, nullo³⁶⁸.

Così ricostruita la portata della fattispecie deve al più verificarsi se le plurime cessioni stipulate in esecuzione della pattuizione di accodamento possano ritenersi fra loro

³⁶⁸ Così costruito, il contratto non realizzerebbe interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento (art. 1322, comma 2, c.c.) e sarebbe colpito, secondo l'orientamento nettamente prevalente, da nullità: cfr. Cass., 27 febbraio 2017, n. 4907, in *www.dejure.it*. Isolato è il precedente di merito di Trib. Salerno, 20 febbraio 2015, n. 775, in *www.dejure.it*, secondo cui il contratto atipico, non sorretto da interessi meritevoli di tutela, sarebbe inefficace, non nullo, e le prestazioni eventualmente eseguite andrebbero considerate prive di una adeguata giustificazione causale. In dottrina, favorevole alla necessità di una permanenza del controllo causale "oggettivo", almeno nella disciplina dei contratti d'impresa, in M. LIBERTINI, *Il ruolo della causa negoziale nei contratti d'impresa*, in *Jus*, 2009, 273 ss., scettico rispetto alle derive anticausalistiche che connotano le più recenti evoluzioni del diritto europeo dei contratti.

coordinate, *recte* avvinte da un collegamento negoziale: in realtà, il nesso non dovrà legare solo le parti venditrici, già vincolate tra loro alla cessione coordinata, ma anche la parte acquirente, con la conseguenza che dovrà valutarsi se l'operazione negoziale avuta di mira si strutturi o meno come affare comune in tutti quei casi in cui si dimostri che le plurime alienazioni non identificano cessioni azionarie isolate (è il caso, ad esempio, del trasferimento simultaneo di due o più pacchetti azionari, rispetto al quale è verosimile ritenere che l'acquirente abbia inteso acquisire, per effetto delle plurime compravendite, un pacchetto sufficiente ad ottenere il controllo della società³⁶⁹).

Come notato, la qualificazione strutturale delle clausole di accodamento non è fine a se stessa perché, soprattutto rispetto a quelle inserite in statuto, da essa discendono una serie di corollari, chiariti dalla prassi notarile³⁷⁰; ove si aderisse alla teoria che riporta tali clausole nell'alveo dei limiti alla circolazione delle partecipazioni sociali, il loro inserimento in statuto le doterebbe di efficacia reale, con la già richiamata opponibilità *erga omnes* (arg. *ex art.* 2193, commi 1 e 2, c.c.) e dunque anche ai terzi acquirenti³⁷¹. Sarebbe così consentito alla società di rifiutare l'iscrizione nel libro soci del possessore della partecipazione ove la sua modalità di acquisto si ponga in contrasto con il tenore delle clausole statutarie limitative; a tale regime di opponibilità si accompagnerebbe poi l'obbligo di adozione della formalità pubblicitaria di cui all'art. 2355-*bis*, ultimo comma, c.c.: l'estensione dell'obbligo di menzione, in quest'ottica, sarebbe strumentale ad evitare che si ingenerino

³⁶⁹ Indice rivelatore in tal senso potrebbe rintracciarsi nella previsione di un premio di maggioranza, principale fattore che induce i soci di minoranza a vincolarsi ad una clausola di *tag-along*, sul presupposto che il perfezionamento dell'operazione concorra a determinare un incremento prospettico del valore e della redditività delle partecipazioni di cui sono titolari. Il corrispettivo pattuito, in sostanza, costituirebbe l'elemento di collegamento: si vedano le risalenti Cass., 15 maggio 1973, n. 1378, in *Giur. it.*, 1975, 742, e Cass., 27 giugno 1968, n. 2174, in *Giust. civ.*, 1968, I, 1599, ove si è affermato che il corrispettivo pattuito nelle compravendite di quote sociali venute all'attenzione della Suprema Corte incorporasse il premio di maggioranza.

³⁷⁰ Si fa riferimento alla massima n. 88 del 22 novembre 2005 del Consiglio Notarile di Milano.

³⁷¹ Come rilevato, «esiste un *minimum* al di sotto del quale non si può neppure più parlare di efficacia reale della clausola [e che] esso è rappresentato dalla impossibilità per il terzo acquirente [...] di divenire socio della società», così V. MELI, *La clausola di prelazione negli statuti di società per azioni*, cit., 157.

affidamenti incolpevoli e salvaguarderebbe la libera formazione della volontà negoziale di chi intenda acquistare un pacchetto azionario, anche rispetto alle conseguenze economiche che derivano dalla conclusione del contratto. Tale finalità di protezione, però, risulta di scarso peso nella pratica degli affari in cui l'acquisizione di pacchetti azionari di riferimento postula una fase di *due diligence* societaria, della quale l'analisi delle clausole statutarie rappresenta una componente indefettibile³⁷². Per quanto la ricostruzione richiamata appaia lineare nelle premesse e negli esiti, la genesi angloamericana di tali clausole induce a non enfatizzarne l'assimilazione ai limiti alla circolazione delle azioni e ad accreditarne una qualificazione in termini di meccanismi di trasmissibilità ostacolata della partecipazione azionaria.

Rispetto al *tag-along*, infatti, per le ragioni esposte non può ritenersi sussistente un vero e proprio vincolo alla circolazione, quanto un ostacolo alla stessa, sotto forma di riconoscimento al socio di minoranza di una singolare situazione giuridica soggettiva sintetizzabile nella formula del diritto di accodarsi alla cessione della partecipazione cui abbia dato impulso il socio di riferimento; il riconoscimento di tale diritto è fonte di una serie di diritti e obblighi in capo ai soci coinvolti nel procedimento di negoziazione delle partecipazioni azionarie, in grado di condizionarne gli esiti e, poiché per il perfezionamento della cessione occorre imprescindibilmente il consenso del socio di minoranza, si assiste a un peculiare attivismo dell'azionista debole in un momento in cui questi si appresta a fuoriuscire dalla compagine sociale. Neppure può sostenersi che un patto di covendita assolvà a una funzione di stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società (mutuando la formula dell'art. 2341-*bis* c.c.), poiché una simile affermazione restituisce una visione parziale della questione, dal momento che questo dato potrebbe ricorrere esclusivamente in quelle ipotesi in cui, per effetto dell'attivazione del diritto di accodamento, il socio acquirente veda soddisfatto non solo il proprio interesse ad ottenere oltre alle partecipazioni sociali, un mutamento nella

³⁷² U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione delle partecipazioni azionarie e attività di due diligence*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 65 ss.; L. BRAGOLI, *La due diligence legale e i suoi riflessi contrattuali*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 61-65.

composizione della vecchia compagine societaria. Obiettivo che, però, deve fare i conti con gli interessi di coloro che appartengono ancora alla società e rispetto ai quali queste pattuizioni si pongono come strumenti di salvaguardia del disinvestimento della propria partecipazione.

Ritenendo qui preferibile la ricostruzione delle clausole di covendita alla stregua di meccanismi di trasmissibilità ostacolata della partecipazione, deve però valutarsi la possibilità di considerare le clausole di covendita come pattuizioni sostanzialmente parasociali a dispetto della loro introduzione in statuto³⁷³; l'argomento non è di certo nuovo e replica, rispetto al *tag-along*, le riflessioni svolte da attenta dottrina in merito alle clausole di prelazione³⁷⁴, con tutti gli inconvenienti che esso reca rispetto alla dubbia individuazione dell'afferenza impersonale della clausola alla partecipazione

³⁷³ L'ipotesi-base considerata nel testo, lo si chiarisce, non è quella di un patto parasociale omnilaterale, cui si siano vincolati tutti i soci (su tale peculiare aspetto, si rinvia alle riflessioni svolte *infra* in tema di *dissolution provisions*). In dottrina, non rifugge dall'idea di una considerazione parasociale di tali clausole nonostante la loro collocazione statutaria G. A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 597; atteggiamento di netta chiusura è invece quello di R. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 200, secondo il quale la dimensione parasociale non può trovare spazio nell'ambito del contratto sociale, su un presupposto meramente formale tale per cui è sociale tutto ciò che è ricompreso nello statuto ed è parasociale tutto ciò che vi si trova al di fuori, *ivi*, 203. Posizione intermedia è invece quella assunta da G. OPPO, *Patto parasociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 57 ss., poi ripresa da A. PIANTELLI, *La distinzione dei patti parasociali dai patti sociali nella società di capitali riformata*, in *Contr. e impr.*, 2013, spec. 783 ss. Ridimensiona la portata della questione M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2007, 473-474, il quale, con argomentazioni da condividersi *in toto*, afferma che, sebbene non possa contestarsi l'astratta ipotizzabilità di clausole formalmente sociali ma in sostanza parasociali, la Riforma ha ridotto la rilevanza pratica della questione.

³⁷⁴ Si allude a una clausola di prelazione, che avrebbe la duplice natura di regola statutaria e patto parasociale. La prima in quanto inerente al profilo organizzativo della società; la seconda in quanto attinente ad un interesse individuale dei soci. In quest'ottica, si assume che la violazione delle clausole di prelazione potrebbe avere effetti sulla legittimazione del socio nei confronti della società, stante il corrispondente rilievo reale, ma non nei confronti degli altri soci che non hanno potuto acquistare, rispetto ai quali avrebbe solo valore obbligatorio. Sono questi i tratti essenziali dell'idea sviluppata da C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, *cit.*, 143. Più di recente, S. LUONI, *Patto parasociale tra problemi di forma e conseguenze in caso di inadempimento*, in *Giur. it.*, 2018, 402, ove si è affermata l'efficacia corporativa di un patto parasociale – sottoscritto da tutti i soci - contenente una clausola di prelazione operante nel caso di cessione delle partecipazioni tra i soci medesimi.

in sé ovvero alla persona del socio (o del parasocio), specie rispetto alla vincolatività verso i soci futuri.

Normalmente, dalla collocazione della clausola nell'una o nell'altra sede scaturiranno le note conseguenze in termini di efficacia ed opponibilità, tuttavia, rispetto alla peculiarità di tali pattuizioni – il cui inserimento in statuto o in un accordo parasociale dipende soltanto da una scelta dell'autonomia privata – il criterio topografico della collocazione della clausola non sembra essere totalmente adeguato³⁷⁵ perché anche il diritto di *tag-along* potrebbe aggravare il regime di circolazione della partecipazione conformandolo nei termini noti. L'accodamento nell'alienazione dei titoli azionari, detto altrimenti, non esaurirebbe la sua portata sul versante organizzativo ma interesserebbe da vicino i rapporti tra soci e la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali (che ben potrebbe essere negata dagli organi sociali ove l'avente causa non venisse riconosciuto come socio). Allora, l'inserimento della clausola in statuto, anziché in un patto parasociale, può avere un impatto significativo proprio sul piano dell'esercizio dei diritti sociali e, in via mediata, sulla garanzia di tempi ristretti di soddisfazione dell'interesse del socio di maggioranza ad ottenere l'alienazione della partecipazione (in uno alla connessa legittimazione all'esercizio dei diritti sociali) al terzo acquirente.

La considerazione del *tag-along* come congegno negoziale di trasmissibilità ostacolata della partecipazione azionaria consente quindi di concludere nel senso che quello della affermata sostanza parasociale delle clausole statutarie di covendita costituisce uno pseudo-problema, in quanto non si rinvencono argomenti sufficientemente forti per negare rilevanza schiettamente sociale al diritto di accodamento in tutti i casi in cui sia destinato ad incidere sugli assetti proprietari della società cui si riferisce; a tacer d'altro, non si comprende a quale titolo gli amministratori (*i.e.* organo della società) possano dirsi legittimati a far valere una violazione non dello statuto ma di

³⁷⁵ Per completezza, però, si osserva una tendenza neoformalista della giurisprudenza, ad avviso della quale è dirimente ai fini della valenza sociale o parasociale della clausola l'inserimento o meno in statuto; su questa linea: Cass., 1 giugno 2017, n. 13877, in *Riv. not.*, 2017, 1014; Cass., 7 maggio 2014, n. 9846, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, II, 697 ss. con nota di V. SANNA, *Patto parasociale a vantaggio della società e contratto a favore del terzo*.

un negozio intercorso fra i soci e attinente ai rapporti interindividuali tra titolari di partecipazioni sociali ove, ad esempio, la cessione della partecipazione avvenga in spregio al diritto di accodamento.

Non a caso, anche valorizzando il contesto ordinamentale dal quale le pattuizioni di covendita traggono origine, è dall'impiego di categorie proprie dell'analisi economica del diritto che sembra provenire la ricostruzione maggiormente condivisibile, soprattutto per il pragmatismo che la ispira: secondo tale impostazione di metodo, infatti, la pattuizione di covendita integra a pieno titolo una *property rule*³⁷⁶, con la conseguente efficacia reale che ne deriva, tanto se inserita in statuto tanto se inserita in un patto parasociale³⁷⁷.

In ultimo, e prima di sondare le interrelazioni tra *tag-along* e clausole di prelazione statutaria, deve notarsi che l'impatto corporativo di tale meccanismo, al di là della qualificazione teorica che se ne offra, si misura attraverso la esatta perimetrazione della portata oggettiva dell'accodamento, come testimonia la controversa questione dell'operatività della covendita nei trasferimenti infragruppo e che, pur con qualche variazione, riaffiora rispetto alle clausole di cambio di controllo nel caso di alienazione delle partecipazioni della società socia (v. *infra*).

Il problema attiene all'estensione dell'efficacia della clausola di *tag-along*: in particolare, ci si interroga se la clausola conservi efficacia nel caso di trasferimento della partecipazione di maggioranza all'interno del suo gruppo societario, specie perché, nella normalità dei casi, la formulazione del *tag-along* si limita a prevedere

³⁷⁶ In dottrina, per una trattazione delle categorie della *property rule* e della *liability rule*: R. COOTER - U. MATTEI - P.G. MONATERI - R. PARDOLESI - T. ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999, *passim*; per la *nexus of contracts theory*, cfr. C. MARCHETTI, *La nexus of contracts theory – Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000, *passim*.

³⁷⁷ La questione inerente all'attribuzione di *property rights* come conseguenza dell'incompletezza del contratto è sviluppata, in tempi ormai risalenti, da O. HART, *Firms, Contracts and Financial Structures*, Oxford, 1997, 27 ss. e nell'ordinamento societario interno si snoda come contrapposizione tra l'efficacia reale propria delle clausole statutarie (*property rule*) e l'efficacia obbligatoria propria delle clausole parasociali (*liability rule*). Cfr. G. CALABRESI - A.D. MELAMED, *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral*, *cit.*, 1089 ss.; F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, 34 ss.

l'operatività del meccanismo soltanto nel caso di cessione della partecipazione di maggioranza a soggetti terzi³⁷⁸.

Nel caso di cessione della partecipazione intervenuta tra società appartenenti al medesimo gruppo³⁷⁹, o comunque fra soggetti riconducibili ad un unico centro di interessi, la soluzione non dipende solo dalla ricostruzione del tenore della clausola statutaria da condursi secondo i criteri di ermeneutica negoziale di cui agli artt. 1362 ss. c.c., ma anche dalla causa concreta che essa sottende: la finalità avuta di mira dal socio debole titolare di un diritto di accordamento è quella di scongiurare che la propria partecipazione di minoranza, ritenuta non determinante ai fini della gestione della società, subisca una eccessiva svalutazione nel caso di cessione a terzi; è pertanto evidente che in un trasferimento infragruppo – attuativo di una riorganizzazione societaria – tale istanza di tutela non viene in rilievo. Tali argomentazioni, già di per sé sufficienti a giustificare l'inoperatività del *tag-along* in caso di cessioni infragruppo, appaiono ancora più persuasive non appena si valuti che, in una vicenda così atteggiata, è verosimile ritenere che l'importo del premio di maggioranza risulta risibile, elemento che vale a sconfiggere anche la funzione dell'accodamento in termini di garanzia di un elevato corrispettivo della cessione al socio debole³⁸⁰.

3.1 Tag along e prelazione statutaria.

³⁷⁸ Può qui richiamarsi, come premessa metodologica, l'interpretazione restrittiva facente leva sulla tendenziale esclusione delle fattispecie "incerte"; per una sintesi del problema, v. A. SACCO GINEVRI, *Prelazione statutaria e scioglimento della società azionista*, in *Riv. not.*, 2019, 1359.

³⁷⁹ La questione è stata di recente scrutinata da Trib. Milano, 18 aprile 2019, in *Società*, 2019, 1365 ss., con nota adesiva di G. PENZO, *Le clausole di covendita*.

³⁸⁰ Potrebbe però ipotizzarsi per pervenire a una conclusione di segno opposto che anche in quest'ambito si impongano i vincoli dettati da una recente decisione di merito in tema di prelazione; si allude a Trib. Milano, 21 gennaio 2016, richiamata da S. LUONI – M. CAVANNA, *Prelazione statutaria, intestazione fiduciaria delle partecipazioni e loro conferimento*, in *Giur. it.*, 2016, 2435, nt. 15, secondo la quale «quando il cessionario ex art. 2359 c.c., è società controllante del soggetto cedente o società controllata e/o collegata a quest'ultimo, ovvero controllata della (o piuttosto dalla) medesima controllante, il trasferimento deve essere effettuato con la condizione che le azioni dovranno essere trasferite ad altra società dello stesso gruppo nel caso in cui la cessionaria cessi di far parte del gruppo».

L'inserimento in statuto di clausole di accordamento implica che queste si coordinino con gli strumenti ordinari che l'ordinamento appresta per limitare la circolazione dei titoli azionari³⁸¹, onde evitare che vi siano disallineamenti tra le diverse operazioni di dismissione della partecipazione azionaria. La prassi³⁸² infatti dimostra che la clausola di prelazione, declinata negli ordinamenti angloamericani come *right of first refusal*³⁸³, è pressoché sempre contemplata negli statuti che contengono patti di covendita, soprattutto nel caso in cui appartengano alla compagine più soci investitori, i quali potrebbero avere interesse ad imporre il diritto di preferenza, in uno a quello di covendita (*right of co-sale*), anche alle cessioni delle azioni detenute dagli altri soci investitori, così da ottenere un pieno controllo sull'ingresso in società di nuovi soggetti; accade quindi altrettanto spesso che gli effetti delle pattuizioni statutarie di co-vendita debbano fare i conti con quelli prodotti da altre clausole, anch'esse strumentali a conformare la circolazione delle partecipazioni e tra le quali il diritto di prelazione riveste una posizione di sicura preminenza.

La complessità dei rapporti intercorrenti tra *tag-along* e prelazione statutaria risente di un dato di fondo e cioè del fatto che, pur trattandosi di posizioni di vantaggio riconosciute al socio³⁸⁴, mentre la prelazione spetta a tutti gli appartenenti alla compagine, il diritto di covendita è attribuito soltanto a coloro i quali detengono una partecipazione di minoranza. Al di là di tale profilo quantitativo, la consistenza

³⁸¹ Il tema è indagato da P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, *cit.*, 168 ss., anche con riferimento alle clausole di gradimento.

³⁸² M. LIBERTINI, *Le fonti private del diritto commerciale. Appunti per una discussione*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 614; con particolare riguardo alle acquisizioni societarie, la prassi internazionale è considerata finanche quale formante da E.A. KRAMER, *Hauptprobleme der Rechtsrezeption*, in *JZ*, 2017, 1 ss.

³⁸³ Il diritto di pre-acquisto della partecipazione prima che questa venga immessa in un circuito di negoziazione con terzi è esaminato nel recente studio di P. DIVIZIA, *Il patto parasociale di "first offer and first refusal"*, in *Società*, 2018, 545, ove si valorizza anche la funzione del meccanismo di garanzia dell'impermeabilità delle informazioni sociali verso l'esterno.

³⁸⁴ Per la ricostruzione del diritto dei soci di essere preferiti in termini di diritto potestativo di acquistare la partecipazione a titolo oneroso, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Prelazione societaria e trasferimento a titolo gratuito di quote di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 22 ss.

qualitativa è comune: entrambi i meccanismi attribuiscono un diritto³⁸⁵, dunque non si fronteggiano due posizioni antitetiche, ed è proprio tale omogeneità di fondo a complicare l'individuazione di quella destinata a prevalere, anche alla luce della difficoltà di qualificare gli effetti della cessione di partecipazioni avvenuta in violazione di una clausola statutaria di prelazione³⁸⁶.

Privilegiando la prospettiva teleologica, la prevalenza del vincolo prelatizio si farebbe discendere dal fatto che esso presidia un interesse interno dei già soci a mantenere inalterata la composizione della compagine sociale, impedendo l'ingresso di nuovi soggetti³⁸⁷; nondimeno, una simile opzione – appiattita sul presupposto della permanenza in società - risulterebbe deformata non solo dall'oscillazione tra la dimensione organizzativa e quella interindividuale che via via connota la prelazione³⁸⁸, ma anche da una scarsa aderenza agli interessi economici che

³⁸⁵ Per le varie ricostruzioni civilistiche proposte (*pactum de non contrahendo*, patto di opzione, contratto preliminare), si rinvia allo studio di F. SANTORO PASSARELLI, *Struttura e funzioni della prelazione convenzionale*, cit., 697. Che «l'atto della prelazione si esaurisce nel puro esercizio del diritto» è affermato da G. BENEDETTI, *Ancora sulla prelazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, II, 123.

³⁸⁶ Le molteplici tesi che si contendono il campo, in uno alle obiezioni che a ciascuna vengono mosse, sono sviscerate da C.A. BUSI, *La prelazione societaria*, cit., 111 ss.; in giurisprudenza, v. Cass., sez. un., 23 marzo 2011, n. 6597, in *Giur. it.*, 2012, 810 ss., con nota di S. GRISERI, *Della prelazione legale e volontaria: struttura del rapporto e opponibilità del diritto "a essere preferiti"*, cui si rinvia per alcune delle principali indicazioni bibliografiche sul tema. Le antinomie che le diverse ricostruzioni proposte celano erano state già messe in luce da F. D'ALESSANDRO, *Obbligo di risarcire i danni a carico del terzo acquirente di quota sociale per mancato rispetto del patto di prelazione?*, in *Giur. comm.*, 1975, II, 29-20-

³⁸⁷ Da ultimo, per una rimeditazione della tradizionale scomposizione che caratterizza gli strumenti di tutela esperibili dai prelazionari pretermessi, si veda il lavoro di N. BACCETTI, *Sul riscatto nella prelazione*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 107 ss., il quale ammette che la tutela organizzativa dell'interesse positivo dei soci pretermessi risiede nel riscatto della partecipazione oggetto di violazione della prelazione statutaria, *ivi*, 120-121; in giurisprudenza, v. Trib. Milano, 26 febbraio 2015, in *Giur. it.*, 2015, 1656 ss., con nota di S. LUONI, *Il trasferimento di azioni in violazione della clausola di prelazione statutaria*, spec. 1662-1663 per l'analisi dei rimedi esperibili dai soci pretermessi; Trib. Milano, 13 novembre 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, 515 ss., con nota di M. FRANCHI, *In tema di violazione della clausola di prelazione statutaria*.

³⁸⁸ Che la clausola statutaria attributiva di un diritto di prelazione del socio per l'acquisto della partecipazione societaria assolve ad una funzione organizzativa per un interesse sociale e non del singolo socio, è spiegato da Cass., 3 giugno 2014, n. 12370, in *Società*, 2015, 543 ss., con nota di S. SERAFINI, *Violazione della prelazione statutaria e tutela del socio pretermesso*; nonché in *Giur. comm.*, 2015, II, 299 ss., con nota di G. FERRI JR., *Prelazione statutaria e potere di riscatto*. Sostiene la rispondenza all'interesse sociale di un patto statutario di prelazione, in ragione della sua collocazione topografica,

circondano la dismissione della partecipazione azionaria. Rispetto alla prelazione statutaria, infatti, l'esclusione del terzo dalla compagine sociale costituisce non già il fine ultimo, bensì il mezzo per consentirne l'acquisto in capo agli altri soci, specie perché appare incontestabile che anche il vincolo prelatizio concorre a definire la disciplina del disinvestimento individuale del socio rispetto alla partecipazione sociale detenuta, imprimendo una determinata direzione alla scelta del soggetto che si renderà acquirente della partecipazione alienanda.

La scelta di inserire nello statuto un diritto di accodamento si basa infatti sulla volontà dei soci di agevolare eventuali future cessioni della proprietà azionaria favorendo la posizione del socio di minoranza, altrimenti penalizzato quanto alle condizioni economiche della vendita dei suoi titoli³⁸⁹; dal peculiare atteggiarsi del *tag-along* potrebbe allora desumersi un intento di segno opposto rispetto a quello della prelazione, ovvero la predeterminazione delle modalità di *exit* dalla compagine, in uno alla conveniente gestione del disinvestimento. Detto altrimenti, la prevalenza del diritto di accodamento affonderebbe le sue radici proprio nella scelta statutaria dei soci di prevedere una clausola speciale destinata ad attivarsi al verificarsi di determinati eventi; dunque, che il *tag-along* si imponga sulla prelazione - anche nella più rara evenienza in cui questa sia pattuita in favore di un terzo³⁹⁰ - emergerebbe da

Cass., 2 dicembre 2015, n. 24559, in *Giur. it.*, 2016, 1922 ss., con nota di S. LUONI, *Prelazione statutaria: interessi sottesi e rimedi in caso di sua violazione*.

³⁸⁹ Si consideri infatti che quando il socio aliena un pacchetto di azioni, ai soci titolari del diritto di prelazione è precluso un acquisto parziale del pacchetto stesso, pena la difformità tra proposta e accettazione in sede di cessione dei titoli; siffatta conclusione si impone perché, in assenza di una diversa previsione, il diritto ad essere preferiti riconosciuto ai soci determina l'acquisto della totalità delle azioni messe in vendita, nella misura in cui il terzo potenziale acquirente potrebbe non avere interesse ad acquisire un pacchetto di entità minore rispetto a quello offertogli in origine. Per altro verso, risulterebbe difficile trovare un altro soggetto disposto a rendersi acquirente soltanto delle partecipazioni residue, siccome è inevitabile che il valore del pacchetto frazionato sia di gran lunga inferiore rispetto al valore del pacchetto azionario unitariamente considerato; ma, quand'anche si individuasse un terzo disposto ad acquistare le azioni residue, di certo non sarebbe disposto a corrispondere, in proporzione, lo stesso prezzo per un pacchetto azionario che sia minoritario o addirittura al di sotto delle soglie di capitale legittimanti l'esercizio per le prerogative attribuite alla partecipazione di minoranza.

³⁹⁰ Su tale profilo di impurità della clausola di prelazione, che vede l'attribuzione del diritto ad essere preferiti solo a singoli azionisti, ovvero al socio di maggioranza, v. P. DIVIZIA, *Clausola di prelazione in favore del terzo estraneo alla compagine sociale*, in *Notariato*, 2012, 574 ss.; C.A. BUSI, *La prelazione societaria*,

un'attenta analisi delle condizioni che ne legittimano l'azionamento: nel primo caso, la dismissione di una partecipazione di maggioranza relativa; nel secondo caso, qualunque alienazione a titolo oneroso delle partecipazioni azionarie, attraverso uno strumento che disciplina, per un verso, il disinvestimento individuale, e, per altro verso, l'accrescimento proporzionale dell'investimento per effetto dell'aumento della partecipazione sociale già detenuta.

Si consideri poi che la variabilità dell'entità della partecipazione oggetto di dismissione, in ragione del possibile concorso degli acquisti in prelazione degli altri soci, non è foriera di incertezze perché una volta che i soci abbiano manifestato il proprio assenso alla covendita, in capo ad essi si consuma la possibilità di esercitare il diritto di prelazione³⁹¹; per il principio di non contraddizione, infatti, chi acconsente alla covendita manifesta una volontà sintomatica della dismissione della qualità di socio e, in quanto tale, incompatibile con la permanenza all'interno della compagine³⁹².

cit., 203; in giurisprudenza, in tempi molto risalenti, App. Firenze, 20 giugno 1953, in *Foro it.*, 1954, 1170, ove si afferma: «si spiega che i soci abbiano inserito nello statuto una tale clausola per l'evidente interesse di mantenere il rapporto sociale, per quanto possibile, stretto tra coloro con i quali un atto intercorre, come risulta dal richiamo particolare fatto agli estranei alla società e ai non soci, mentre in essa non si trova nessun accenno né diretto né indiretto, per far pensare che i soci abbiano inteso anche garantirsi una situazione di eguaglianza per impedire che un socio possa avere nelle mani un numero superiore di quote e conseguire, per l'effetto, un predominio nella società». Più di recente si è infatti chiarito che «quando siano cedute azioni a terzi, in presenza di una clausola statutaria di prelazione impropria, il socio che abbia esercitato il diritto di prelazione con modalità di mero ostruzionismo e per interessi di per sé estranei al perimetro societario non può invocare l'inefficacia della cessione nei propri confronti», così Trib. Milano, 6 dicembre 2018, in *Giur. it.*, 2019, 1378 ss., con nota di F. MOSETTO, *Abuso del diritto e clausola di prelazione*.

³⁹¹ Desterebbe problemi di coordinamento solo l'eventualità in cui la clausola di prelazione fosse congegnata in modo tale da obbligare il cessionario ad acquistare le partecipazioni proporzionalmente da tutti i soci o, viceversa, da costringere il titolare del diritto di preferenza all'acquisto congiunto da più titolari di partecipazioni; cfr. M. BINNI, *Vendita congiunta di azioni e clausola di prelazione*, in *Giur. comm.*, 1997, II, 709 ss.

³⁹² Tale conclusione sembra reggere a maggior ragione anche nell'ipotesi di una clausola di prelazione a favore del terzo, dal momento che la ragione giustificatrice che fonda l'introduzione di una clausola del genere nello statuto risiede sì nell'attuale estraneità del terzo prelazionario rispetto alla compagine sociale ma asseconda l'interesse dei già soci alla sua eventuale futura cooptazione nella stessa. In casi del genere, la mancata attivazione del *tag-along* andrebbe letta come una scelta di autogestire, per il futuro, le variazioni soggettive della base societaria che, in quanto tale, si caratterizza per una intrinseca temporaneità; la prelazione in favore del terzo, benché formalmente (ancora) inserita in

Tale atto di assenso consente di pervenire a determinare l'esatta entità della partecipazione da alienare al terzo potenziale acquirente e, di riflesso, seleziona anche i soci che, non essendosi avvalsi del diritto di accodamento, hanno mantenuto inalterato il diritto di essere preferiti rispetto all'acquisto della partecipazione in via di cessione. Alla luce di queste implicazioni, l'affermazione della prevalenza del *tag-along* sulla prelazione consente, sul piano oggettivo, di quantificare l'entità della partecipazione oggetto di acquisto in prelazione e, sul piano soggettivo, di identificare i soggetti che abbiano rinunciato ad accodarsi all'alienazione intrapresa dal socio di maggioranza; sul versante operativo, il concorso delle due pattuizioni poggerrebbe sull'accurata previsione di un sistema di notifiche (c.d. *denuntiatio*³⁹³). Ciononostante, se non può negarsi che il vincolo prelatizio sottende l'esigenza di conservare una particolare omogeneità della compagine sociale, deve però chiarirsi che esula da tale finalità ogni interesse alla conservazione della proporzione tra le partecipazioni azionarie, rispetto al quale «il mutamento della titolarità di un pacchetto azionario è di regola ininfluente³⁹⁴».

statuto, viene neutralizzata nel momento in cui il prelazionario estraneo alla compagine esercita il diritto ad essere preferito e acquista la qualità di socio. Del resto, risulta difficile ipotizzare un terzo totalmente estraneo come acquirente in prelazione della partecipazione in via di dismissione, poiché le ipotesi di prelazione in favore di terzi attengono o a soggetti formalmente avulsi dalla compagine (ma, ad esempio, legati da rapporti di parentela con i soci), ovvero a soggetti in apparenza estranei alla società ma a questa legati da rapporti societari o contrattuali, in una logica di gruppo.

³⁹³ P. DUVIA, *La denuntiatio nella prelazione volontaria*, Milano, 2005, 23 ss.; G. VETTORI, *Efficacia ed opponibilità del patto di preferenza*, Milano, 1988, 76 ss.; S. EREDE, *Clausole di prelazione sociale e parasociale: tipi ed effetti*, in F. BONELLI- P. JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto, sindacati di blocco*, Milano, 1993, 242-247; G. VIDIRI, *Le clausole di prelazione e la denuntiatio nell'attività negoziale e nel diritto societario*, in *Giust. civ.*, 2002, I, 143, 147 ss. In tema, v. anche M. COSTANZA, *Il patto di prelazione*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale* (fondata da W. Bigiavi). *I contratti in generale* (diretto da G. Alpa e M. Bessone). *I requisiti del contratto*, Torino, 1991, III, 387, 399 ss; L.A. MISEROCCHI, *Le clausole di prelazione*, in AA.VV., *Trasferimenti e trasferibilità di azioni e di quote*, Milano, 1992, 65, 72 ss.

³⁹⁴ Testualmente, App. Genova, 13 luglio 2016, in www.giurisprudenzadelleimprese.it, ove si evidenzia come la tutela legale della conservazione della proporzione tra le partecipazioni si rinviene soltanto nel caso di aumento o ricostituzione del capitale sociale, per il tramite del riconoscimento ai soci del diritto di opzione in proporzione alle azioni possedute. Nulla impedisce, secondo alcuni, che la clausola di prelazione fissi persino una gerarchia tra i soggetti legittimati all'esercizio del relativo diritto, ovvero un'articolazione duplice, con doppia *denuntiatio*, prima rivolta ad una cerchia ristretta di soci e poi estesa a tutti gli altri: cfr. G.A. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, *cit.*, 201.

Neppure può accogliersi l'idea che le clausole di accodamento integrino una fattispecie ibrida, a metà tra le clausole di prelazione pura e un sindacato di blocco, strumentale ad aggirare il rischio che il trasferimento della partecipazione del socio di riferimento disgreghi la compagine sociale e ostacoli, al contempo, l'*exit* degli altri aderenti alla convenzione; in realtà, tali clausole si discostano molto, come rilevato, dal genotipo della clausola di prelazione, per struttura e funzione, pur conservando taluni punti di contatto³⁹⁵.

La soluzione più equilibrata sembra allora quella che qualifica il *tag-along* in termini complementari, o meglio, alternativi rispetto al diritto di prelazione, in tutti quei casi in cui il socio di minoranza non ha la capacità economica o non intende esercitarlo in occasione del mutamento non gradito della compagine sociale; in quest'ottica, l'alternatività dei meccanismi pone in luce che essi possono anche essere volti a tutelare il medesimo diritto ovvero quello di non essere costretto a condividere la partecipazione con diverso socio, ma esentando il socio debole dall'obbligo di acquisire la totalità del capitale sociale della partecipata per scongiurare tale effetto. L'alternatività si esprime nel fatto che, se la prelazione non viene azionata, il socio che manifesta la sua volontà di alienare è tenuto a far sì che il terzo compratore acquisti, allo stesso prezzo, anche le partecipazioni dei soci che abbiano attivato il diritto di covendita; di certo, però, l'inserimento di una concorrente clausola di prelazione non può essere strumentale ad aggirare le regole di valutazione della partecipazione: dunque, l'esercizio del diritto di preferenza resta comunque una facoltà e non una scelta ineludibile (potendo ipotizzarsi l'esclusione dello stesso

³⁹⁵ È questa la ricostruzione proposta da A. TUCCI, *Trasferimento di quote di società a responsabilità limitata e patti parasociali*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 182, nt. 1; l'A. osserva: «La prassi conosce, in realtà, una gran varietà di clausole, per così dire, intermedie, tra la clausola di prelazione “pura” e il classico sindacato di blocco. Si tratta di pattuizioni finalizzate a prevenire il rischio che l'alienazione della partecipazione di uno dei paciscenti (in genere il socio “di riferimento”) abbia l'effetto di disgregare la compattezza della compagine sociale, senza però consentire un'immediata “via d'uscita” agli altri aderenti alla convenzione. Il socio su cui grava l'obbligo di “coinvolgimento” degli altri paciscenti nella vicenda traslativa resta, di norma, il *dominus* della eventuale negoziazione con terzi, ferme restando le limitazioni sopra indicate».

mediante delibera assembleare³⁹⁶) e non può essere asservito all'attuazione di una deroga – priva di copertura normativa alcuna – ad un principio inderogabile quale è quello di equa valorizzazione³⁹⁷.

Alla comune finalità di stabilizzazione degli assetti proprietari endosocietari, si accompagna un ulteriore profilo di comunanza costituito dal fatto che al socio viene garantita la possibilità di recuperare il valore economico del proprio investimento; nell'ipotesi di coesistenza nel contesto statutario della clausola di prelazione e di quella di accordamento, è in facoltà del socio di maggioranza scegliere sia quando contrarre sia con quale soggetto contrarre, così come ai soci di minoranza è riconosciuta la libertà di decidere se sostituirsi o meno al terzo acquirente, subentrando nella vendita; a livello strutturale, infatti, e a differenza di quanto avviene nel caso del *drag-along* (del quale la prelazione non può affatto considerarsi un surrogato) in cui si registra una situazione di soggezione, nel caso dell'accodamento e della prelazione al socio è attribuita una posizione avente consistenza di diritto soggettivo (rispettivamente, in favore del socio di minoranza e a vantaggio dell'intera compagine sociale). A tal proposito, si dia il caso di una previsione statutaria che consente al socio di minoranza di sottrarsi all'obbligo di alienazione congiunta con il socio di riferimento, attraverso l'esercizio di un diritto di prelazione sull'intera partecipazione di maggioranza: beninteso, in linea teorica non è detto che l'esercizio del diritto di prelazione in alternativa all'obbligo di covendita non basti di per sé ad assicurare la congruità del prezzo di dismissione, la cui determinazione resta prerogativa esclusiva delle valutazioni (anche opportunistiche) del socio di maggioranza³⁹⁸. Non deve però trascurarsi che nel

³⁹⁶ Per gli aspetti salienti della questione, V. SALAFIA, *Il diritto di prelazione nella circolazione delle azioni previsto dallo statuto societario*, in *Società*, 2018, 1085-1086.

³⁹⁷ In argomento, cfr. N. BACCETTI, *Sul riscatto nella prelazione*, *cit.*, 132-133, nella parte in cui profila il possibile superamento della regola di equa valorizzazione della partecipazione riscattata in caso di violazione di una prelazione statutaria a parità di condizioni.

³⁹⁸ Rilievo che trova conforto anche nelle osservazioni della dottrina straniera, secondo la quale l'inserimento di determinate clausole, in contesto parasociale e, *a fortiori*, in ambito statutario, consente a queste di svolgere anche una funzione di tutela degli interessi degli investitori di minoranza. Cfr. D. GORDON SMITH et al., *Private Ordering with Shareholder Bylaws*, in *Fordham Law Review*, 2011, vol. 80, 127 ss.

corso delle negoziazioni potrebbero profilarsi delle fasi di arresto in relazione al coordinamento tra diritto di prelazione e diritto di accodamento, specie ove il socio di maggioranza non acconsenta a cedere ai soci di minoranza il diritto di prelazione, sul presupposto che questo concorra a diminuire l'interesse all'acquisto da parte di terzi; simmetricamente, il socio di minoranza titolare del diritto di accodamento teme che il socio forte alieni la sua partecipazione a un prezzo incongruo impedendo, nella sostanza, l'alienazione congiunta.

Per evitare cortocircuiti, in statuto può prevedersi che la prelazione sia esercitabile solo a condizione che il prezzo dell'alienazione divisata sia inferiore rispetto ad una determinata soglia (computata sulla base degli scostamenti del patrimonio netto della *target* o di altri indici finanziari di valutazione) e, specularmente, che il diritto di accodamento può essere esercitato solo ove il prezzo della cessione prospettata sia superiore a tale soglia (allineando così il corrispettivo dell'alienazione al c.d. *arm lenght principle*, stante l'indiretta tendenza del socio di maggioranza ad ottenere un rialzo del prezzo); inoltre, tramite questo *escamotage*, i soci di minoranza saranno posti in condizione di profittare della prelazione ove il prezzo della cessione sia più basso di quello (convenuto come) equo e verranno posti al riparo dal rischio di un artificioso incremento del prezzo, dettato solo dall'intento di aggirare il diritto di prelazione mediante un'intesa simulatoria tra cedente e acquirente, e che sarebbe ai loro fini irrilevante dal momento che otterrebbero lo stesso risultato economico attivando il diritto di accodamento.

Se allora le pattuizioni di *tag-along* rappresentano meccanismi di difesa dei soci di minoranza contro mutamenti del controllo, emerge che il diritto di accodamento non può essere esercitato tutte quelle volte in cui un socio manifesti la sua volontà di cedere la partecipazione a terzi, bensì solo in quelle ipotesi in cui il trasferimento, o di per sé, o in quanto abbinato ad altre cessioni riguardanti lo stesso terzo potenziale acquirente, sia tale da determinare una nuova maggioranza all'interno della compagine. È del pari intuitivo come l'operazione traslativa divisata riguardi azioni che conferiscono il diritto di voto, altrimenti non si realizzerebbe alcuna variazione dei rapporti di forza interni alla compagine, come testimoniano i rapporti

che intercorrono tra diritto di accodamento e alienazione della nuda proprietà azionaria e, più in generale, la controversa perimetrazione delle fattispecie traslative idonee ad attivare la prelazione³⁹⁹.

3.2 Tag along e vendita della nuda proprietà azionaria.

Anche la costituzione di diritti frazionari sulla partecipazione integra una vicenda *lato sensu* traslativa⁴⁰⁰, in qualche misura assimilabile alla circolazione delle partecipazioni azionarie, se non altro quanto alla necessità di regolare gli effetti propri di ciascun tipo di vincolo sulle azioni avente rilievo reale sul funzionamento dell'organizzazione societaria e sulla sua struttura corporativa (art. 2352 c.c.⁴⁰¹), dal momento che, comunque, l'avente causa non può valersi di situazioni giuridiche diverse rispetto al proprio dante causa⁴⁰². La possibilità di scindere il contenuto delle

³⁹⁹ Secondo G. BONILINI, *La prelazione volontaria*, Milano, 1984, 180, «è *quaestio voluntatis* accertare se la prelazione risultava accordata in ordine a tutti i negozi che possono comportare il passaggio della proprietà da un soggetto ad un altro. [...] Peraltro il giudice dovrà verificare – relativamente, ad esempio, alla permuta – se la controprestazione fosse assolutamente infungibile». L'Autore conclude, poi, specificando che il criterio-guida per l'interprete «non potrà che essere l'esigenza di non apportare una smisurata restrizione all'autonomia del promittente».

⁴⁰⁰ Secondo alcuni finanche costitutiva, W. FLUME, *Die juristische Person*, Berlin-Heidelberg-New York-Tokyo, 1983, 203, ad avviso del quale la creazione del diritto di usufrutto realizzerebbe un vero e proprio «trasferimento costitutivo della partecipazione».

⁴⁰¹ La nuova formulazione della disposizione si connota per il raggruppamento della disciplina di fattispecie, obiettivamente distinte tra loro, in un'unica disposizione; si tratta di una scelta in linea anche con il dato - di ormai comune rilevazione - della c. d. "finanziarizzazione" della ricchezza e dell'economia in generale, che rende essenziale l'attribuzione dei cc. dd. diritti di amministrazione al soggetto che reca il maggiore interesse - giuridicamente riconosciuto e protetto - alla valorizzazione ed allo sfruttamento dei diritti patrimoniali legati alla partecipazione; la Riforma ha, in sostanza, rimarcato la rilevanza dell'esercizio di tali diritti sul valore anche finanziario della partecipazione ma ha conservato la struttura dispositiva della norma dal momento che si tratta pur sempre di interessi privati, per i quali spetta alle parti giungere - attraverso il regolamento negoziale - all'assetto delle rispettive posizioni reputato, in concreto, più adeguato. La genesi e le evoluzioni che hanno interessato l'art. 2352 c.c. sono ripercorse da S. GATTI, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il D.lgs. n. 6 del 2003*, cit., spec. 14 ss.

⁴⁰² Prima della Riforma, già G. FERRI, *Le società*³, in F. VASSALLI (diretto da), *Trattato di dir. civ.*, X, III, Torino, 1989 (rist.), 614 ricollegava alla disposizione dell'art. 2352 c.c. il tramonto del «mito dell'incommerciabilità del diritto di voto»; ancor prima, A. SCIALOJA, *Invaldità del negozio di voto e*

posizioni soggettive inerenti a una stessa partecipazione costituisce una delle manifestazioni più evidenti del moltiplicarsi delle tipologie partecipative⁴⁰³: la costituzione di diritti frazionari consente sì la contemporanea soddisfazione di interessi diversi⁴⁰⁴, ma implica la necessità di coordinare la presenza di più aventi diritto a diverso titolo su quella stessa partecipazione dalla quale emanano le plurime posizioni soggettive⁴⁰⁵. Peraltro, nulla esclude la configurabilità di fattispecie abusive nell'esercizio distorto di posizioni soggettive di soggetti che si collocano all'interno della società pur non essendo soci della stessa né tantomeno rivestendo funzioni organiche (es. titolari di diritti frazionari), con l'ovvia necessità di modulare le

invalidità della deliberazione di società per azioni, in *Foro it.*, 1944-46, I, 85 ss., 87, rinveniva nell'art. 2352 c.c. il punto di approdo di «una evoluzione dommatica che ha portato al principio della scindibilità del potere di voto dai diritti inerenti allo *status* di socio» e che aveva il suo unico precedente storico nell'art. 690 del codice svizzero delle obbligazioni («L'action grevée d'un droit d'usufruit est représentée par l'usufruitier; celui-ci est responsable envers le propriétaire s'il ne prend pas ses intérêts en equitable consideration»). Si tratta, in ogni caso, di una vicenda interindividuale: così C. ANGELICI, *Profili organizzativi della circolazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1989, I, 133.

⁴⁰³ Si pensi alla prassi del *portage*; sul tema, P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario. Tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, 2008, 167 ss.; l'A. osserva che sotto il profilo funzionale le operazioni di *portage* o affini «possono prestarsi [...] alla definizione di un assetto negoziale di interessi che pare caratterizzato (perlomeno di primo acchito e da un punto di vista “sostanzialistico” ovvero “sintetico”) dallo smembramento, più o meno marcato, delle prerogative proprietarie attinenti alle azioni oggetto dell'operazione e, conseguentemente ad un fenomeno di scissione di quel coacervo di diritti e prerogative che caratterizzano, normalmente in maniera unitaria, lo *status* di azionista», *ivi*, 168.

⁴⁰⁴ In tal senso, già B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, Milano, 1959, IV, 976, nt. 16, secondo il quale dall'art. 2352 c.c. emerge l'impossibilità di desumere conferma della scindibilità dell'azione, la cui particolare disciplina si spiegherebbe con la «presenza di più diritti e di più interessi sulle azioni».

⁴⁰⁵ Esulano da tali riflessioni le ulteriori articolazioni in cui può manifestarsi la scissione della partecipazione (es. pegno dell'usufrutto, pegno della nuda proprietà di azioni, etc.): in argomento, v. G.C.M. RIVOLTA, *Azioni e quote sociali: pegno di usufrutto, pegno di nuda proprietà e diritto di voto*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, 583 ss.; ID., *La partecipazione sociale, cit.*, per l'idea che usufrutto e pegno investono la partecipazione sociale nel suo insieme «e non solo perché vi sono pretese di natura amministrativa che necessariamente o facoltativamente accedono al diritto frazionario», *ivi*, 361.

reazioni invalidatorie o risarcitorie⁴⁰⁶ che proverrebbero dai titolari delle partecipazioni gravate⁴⁰⁷.

L'interrogativo di fondo che avvince le varie ipotesi di costituzione di diritti frazionari sulla partecipazione azionaria, in ragione delle opzioni del legislatore della riforma, è risolto nel senso che può ritenersi consentito all'autonomia statutaria prefigurare ipotesi nelle quali la partecipazione può scindersi; da tale assunto scaturisce la necessità di verificare se e come possano conformarsi le prerogative discendenti dalla titolarità della partecipazione azionaria medesima⁴⁰⁸.

In particolare, è proprio la conformazione della partecipazione, in uno all'ampia gamma di possibilità consentite all'autonomia statutaria nella combinazione dei diversi diritti sociali, che impone di verificare quale sia la tenuta del principio di inscindibilità e la sua attitudine a delimitare i confini entro i quali l'autonomia

⁴⁰⁶ Cfr., sul tema, G. MUSCOLO, *Le azioni: i vincoli*, in O. CAGNASSO-L. PANZANI (diretto da), *Le nuove s.p.a.*, I, Bologna, 2010, 457; P. JAEGER - F. DENOZZA - A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2010, 251.

⁴⁰⁷ In dottrina, per le numerose implicazioni della scissione sottesa all'art. 2352 c.c., v. F. BRIOLINI, *Pegno, usufrutto e sequestro di azioni*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, cit., I, 659 ss., secondo il quale «il creditore pignoratizio o l'usufruttuario partecipano allo svolgimento dell'attività sociale, che è 'comune' (art. 2247 c.c.) anche per loro»; F.A. MONCALVO, *Le partecipazioni sociali*, in G. BONILINI (a cura di), *Usufrutto, uso e abitazione*, Torino, 2010, I, 277 ss.; per una elencazione minimale dei profili di interesse della norma, cfr. V. SALAFIA, *Pegno e sequestro di azioni societarie*, in *Società*, 2020, 800-801; ante Riforma, S. POLI, *Il pegno di azioni*, Milano, 2000, e ivi ampia bibliografia; ID., *Pegno, usufrutto e sequestro. Sub artt. 2346-2354*, in *Comm. Maffei Alberti*, I, Padova, 216 ss.; A. MORANO, *La costituzione in pegno di azioni e quote di società di capitali*, in *Notariato*, 2004, 1137 ss.

⁴⁰⁸ Poiché il principio di indivisibilità *ex art.* 2347 c.c. si limita a preservare il ruolo dell'azione come unità di misura organizzativa, può notarsi che esso non si esprime sul nesso intercorrente tra i singoli diritti a essa inerenti; dopo la Riforma, in dottrina, A. STAGNO D'ALCONTRES, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, I (artt. 2325-2379-ter), Napoli, 2004, *Sub art.* 2347, 269 ss.: secondo l'A. la soluzione fatta propria dall'art. 2352 di attribuire al custode il diritto di voto inerente alle azioni oggetto di sequestro avrebbe sconfessato l'idea della imprescindibilità del rispetto del principio dell'inscindibilità, inteso nella sua accezione tradizionale. L'art. 2347 c.c., in sostanza, abbina il principio di inscindibilità della partecipazione azionaria alla singola azione; nulla impedisce, però, che un pacchetto azionario possa essere sempre ripartito tra i comproprietari su loro richiesta, anche se, ove si tratti di una partecipazione di riferimento, la sua frantumazione comporta una diminuzione di valore, pari alla perdita del premio connesso al controllo della società. Non è in ogni caso stabilito che la condotta di chi, da solo o in contitolarità, sia possessore della partecipazione debba essere necessariamente unitaria (es. recesso parziale, voto divergente).

statutaria della società per azioni può conformare la partecipazione sociale; pur con i limiti di questa indagine, emerge subito che il dibattito sulla inscindibilità della partecipazione si lega a quello della scissione tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali del socio che, a sua volta, identifica un aspetto che interseca la più generale questione dei rapporti tra rischio e potere nella società⁴⁰⁹.

La costante di tale dibattito si rinviene allora nella dissociazione tra titolarità e legittimazione⁴¹⁰ attuata attraverso l'impiego di congegni negoziali che, consentendo di operare un distinguo tra le situazioni di titolarità e di legittimazione⁴¹¹, finiscono per attribuire la seconda senza operare un trasferimento della prima; non a caso, il primo e più risalente momento di emersione della disgregazione del principio di inscindibilità coincide proprio con le fattispecie di intestazione fiduciaria⁴¹²,

⁴⁰⁹ G. FLATTET, *La dissociation des droits de l'action*, in *Mélanges Francois Guisan*, Lousanne, 1950, 141-157.

⁴¹⁰ Si veda lo studio di C. ANGELICI, *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, 123 ss.

⁴¹¹ A livello sistematico non può non notarsi che, *prima facie*, nell'ordinamento societario vigente non è dato rintracciare una indicazione normativa univoca che restituisca l'effettiva rilevanza – sul versante organizzativo – del difetto di titolarità nell'esercizio di un diritto sociale né, viceversa, che consenta di ritenere sufficiente la mera legittimazione ai fini dell'esercizio dei diritti sociali.

⁴¹² Si rinvia al noto studio di C. VIVANTE, *Gli azionisti fiduciari (prestanomi) nelle assemblee delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1903, I, 167; poi seguito da M. FOSCHINI, *Sull'intestazione fiduciaria dei titoli azionari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1962, I, 19; N. LIPARI, *Il negozio fiduciario*, Milano, 1964, 430 ss.; P. JAEGER, *Sull'intestazione fiduciaria di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 202; G.L. PELLIZZI, *Sull'intestazione fiduciaria di azioni nominative*, in *Riv. soc.*, 1981, 622. Per la ricostruzione dell'intestazione fiduciaria come peculiare forma di organizzazione della partecipazione caratterizzata dalla modificazione della situazione di potere ad essa immanente, cfr. E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Torino, 2012, 90 (l'A. ricostruisce il fenomeno fiduciario come «immissione di un soggetto in una posizione di controllo verso un bene»); C. FRIGENI, *La partecipazione fiduciaria nel diritto vivente*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 180 («peculiare modalità con la quale i privati possono decidere di partecipare a una iniziativa economica di natura societaria»). Da ultimo, per la possibilità di un superamento (*Durchgriff*) dell'effetto di separazione tra il rapporto fiduciario e il rapporto sociale e un conseguente riconoscimento di rilievo organizzativo al primo tipo di rapporto, si veda lo studio di M. MAUGERI, *Intestazione fiduciaria e circolazione della partecipazione*, in *ODCC*, 2016, 64, cui si rinvia anche per una aggiornata analisi degli orientamenti giurisprudenziali sul tema, *ivi*, 65 ss. Per le ricostruzioni civilistiche del problema, cfr. A. LENER, *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982, 141 ss., spec. 147-148, in linea di ideale continuità con lo studio di T. ASCARELLI, *La disciplina delle operazioni di assicurazione, di capitalizzazione e di gestione fiduciaria*, in *Assicurazioni*, 1934, I, 153 ss. e, per lungimiranti riflessioni in tema di *investment trust*, *ivi*, 170-171. L'attualità del problema è testimoniata dalla recentissima decisione della Corte di Giustizia UE, 3 ottobre 2019, in *Nuova giur.*

espressiva dell'intento sistematico di polarizzare la questione sull'esercizio del diritto di voto e di assegnare validità alla sola legittimazione di chi vota⁴¹³, prescindendo dall'esigenza di accertarne la posizione di titolare⁴¹⁴. È dunque in tale contesto che deve vagliarsi la legittimità di una clausola statutaria che autorizzi la scissione della partecipazione e verificare se la titolarità dei singoli diritti sociali possa essere riconosciuta a chi non è titolare della partecipazione e quindi non è socio⁴¹⁵; dal momento che la scissione operata dal socio, per un verso, altererebbe l'assetto di interessi definito dall'organizzazione sociale e, per altro verso, rischierebbe di interferire sulle regole che la stessa organizzazione detta per la titolarità e l'esercizio dei diritti sociali⁴¹⁶, «invadendo quindi un campo rispetto al quale la competenza dell'autonomia statutaria non soltanto deve ritenersi certa, ma anche esclusiva⁴¹⁷».

civ. comm., 2020, 612 ss., con nota di E. ZAMUNER, *Contratti fiduciari per la gestione di partecipazioni societarie conclusi da consumatori e Regolamento Roma I*,

⁴¹³ G.B. PORTALE-E. GINEVRA, *Intestazione fiduciaria di azioni non interamente liberate per i conferimenti residui*, in *Riv. soc.*, 2011, 830-831, secondo i quali «il tradizionale, prevalente orientamento predicante l'autonomia della posizione del fiduciario rispetto a quella del fiduciante – con la conseguente tendenziale attribuzione di irrilevanza alla posizione di quest'ultimo sul piano dell'organizzazione societaria non può condividersi in assoluto»; in giurisprudenza, v. Cass., 14 febbraio 2018, n. 3656, in *Giur. it.*, 2019, 2106 ss., con nota di A. IULIANI, *Intestazione fiduciaria e risarcimento del danno*.

⁴¹⁴ Tale rilievo è di C. ANGELICI, *Note preliminari sulla legittimazione nei titoli azionari*, *cit.*, spec. 44 ss.; per la critica alla legittimazione intesa come «quasi-titolarità», non si può prescindere da G.L. PELLIZZI, *Esercizio del diritto cartolare e legittimazione attiva*, in *Studi sui titoli di credito*, Padova, 1960, 42 ss.; in giurisprudenza, Pret. Verona, 18 novembre 1987 (decr.), in *Giur. merito*, 1989, 31 ss., con nota di G. FAUCEGLIA, *Diritto di prelazione e trasferimento fiduciario del titolo azionario*, cui si rimanda soprattutto per le implicazioni connesse alla spoliazione della qualità di socio in conseguenza della cessione fiduciaria. Da ultimo, per un orientamento restrittivo in ordine alla possibilità di decidere per via di arbitrato societario le controversie tra fiduciante e fiduciario relative al trasferimento al primo della partecipazione sociale intestata al secondo, si veda Cass., 13 settembre 2019, n. 22903, in *Giur. it.*, 2020, 1682 ss., con nota di L. BOGGIO, *Arbitrato societario e intestazione fiduciaria: un rapporto controverso?*

⁴¹⁵ M. BIONE, *Le azioni*, *cit.*, 35, per il quale «in questo senso e su questo piano, l'inscindibilità rappresenta un profilo della partecipazione azionaria non necessariamente costante, quanto invece legato a contingenti scelte legislative, che ne possono variamente graduare l'intensità».

⁴¹⁶ Tale interferenza risulta amplificata rispetto alla fattispecie del *leasing* dei titoli azionari, espressione di una vera e propria dissoluzione dell'unità della proprietà azionaria; tra i contributi più recenti sul tema: M. MALTONI, *Leasing di partecipazioni sociali e organizzazione sociale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, C. BOLOGNESI, *Leasing azionario: profili di (in)compatibilità con il diritto societario e possibili soluzioni*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1097 ss.; L. OTTIERI, *Appunti in tema di leasing di titoli azionari*, in *Notariato*, 2014, 378 ss.; P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, *cit.*, 99-102.

⁴¹⁷ C. ANGELICI, *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, *cit.*, 135; per una disamina più generale e per l'idea che l'autonomia privata possa declinarsi nel senso di trasferimento della proprietà con

Si assiste allora ad un processo di disallineamento tra titolarità, potere, gestione, rischio e godimento della partecipazione sociale e, con esclusivo riguardo all'usufrutto di azioni, può fin d'ora affermarsi che lo smembramento dei diritti sociali si pone come lineare conseguenza normativa di una scomposizione della partecipazione già ampiamente attuata sul versante economico⁴¹⁸; invero, nell'ipotesi di costituzione di un diritto reale limitato sulla partecipazione, il riconoscimento della spettanza "naturale" del voto all'usufruttuario⁴¹⁹ (e al creditore pignoratizio) ai sensi dell'art. 2352, comma 1, c.c., rappresenta il logico corollario di una scomposizione, all'interno del rapporto giuridico parziario, dell'interesse al valore e alla redditività della partecipazione⁴²⁰, non invece di una sua definitiva neutralizzazione⁴²¹.

Tale linearità cela in sé però un potenziale conflitto tra il titolare di un diritto essenzialmente temporaneo (usufrutto) e il titolare di un diritto naturalmente perpetuo – qual è la proprietà – che si traduce in una diversa valutazione dell'interesse sociale⁴²² e risente della dissociazione tra legittimazione all'esercizio del

contestuale autodestinazione di un diritto reale limitato, si rinvia a A. SPATUZZI, *Sull'attuale configurazione del meccanismo di riserva dell'usufrutto*, in *Vita not.*, 2019, 503 ss.

⁴¹⁸ Per le molteplici implicazioni sottese alla distribuzione della titolarità dei diritti sociali, cfr. M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, spec. 218 ss.

⁴¹⁹ Il riconoscimento del diritto di voto in favore dell'usufruttuario impone all'interprete di garantire «energicamente l'autonomia ed insindacabilità del diritto di voto» dello stesso: così G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, II, Torino, 1991, 316.

⁴²⁰ Poiché il diritto di voto spetta in ogni circostanza all'usufruttuario, la giurisprudenza ha individuato quale limite a siffatto potere il divieto di «compromettere la conservazione del valore economico della partecipazione in società», fermo restando che l'esercizio di questo diritto «deve comunque ispirarsi ai principi della buona amministrazione ed attenersi al perseguimento dell'interesse sociale» (cfr. App. Roma, 3 aprile 1958, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1959, II, 83 ss.).

⁴²¹ Per tale opinione, v. M. MAUGERI, *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2011, spec. 118 ss., il quale chiarisce anche che la separazione del voto dalla partecipazione si presta a esser definita come sua scissione essenzialmente nell'ipotesi in cui all'"acquirente" del voto non sia riconducibile alcuna significativa posizione di interesse sull'unità azionaria cui quel diritto corrisponde.

⁴²² In termini, G. DE FERRA, *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, cit., 153-155; secondo l'A., le ipotesi di usufrutto e di pegno esulano dalla teoria della circolazione trattandosi non di trasferimento della partecipazione ma di costituzione di un diritto sulla stessa, *ivi*, 115. Già A. ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, 18, presupponeva che la *ratio* dell'art. 2352 c.c. risiedesse in un giudizio di prevalenza degli interessi in gioco; l'A. rilevava: «si potrebbe essere tentati

diritto e proprietà del titolo⁴²³. A differenza dell'ordinamento francese che attribuisce il diritto di voto al nudo proprietario⁴²⁴ (al netto delle decisioni relative all'impiego di utili che spettano all'usufruttuario; art. 1844 code civil), l'assegnazione del diritto di voto all'usufruttuario è dipesa da considerazioni eminentemente pratiche⁴²⁵: la tipizzazione delle fattispecie in grado di determinare una ripartizione tra più soggetti dei diritti sociali corrisponde anche ad una regola di tipicità e fissità delle posizioni organizzative nella società, le quali assumono rilevanza sul piano interno soltanto se siano congruenti rispetto agli schemi oggettivi sui quali si basa l'organizzazione corporativa.

Non a caso, secondo un'impostazione risalente, l'attribuzione dell'esercizio del diritto di voto all'usufruttuario e al creditore pignoratorio (oltre che al custode, nell'ipotesi di sequestro) era ritenuta indice sintomatico del fatto che la titolarità delle azioni non costituisse un presupposto imprescindibile ai fini della valida espressione

a fare una critica alla legge per non aver essa fatto distinzione tra assemblee ordinarie e straordinarie e per avere con ciò messo il diritto di voto nelle mani dell'usufruttuario anche in materia di modificazioni statutarie, dove l'interesse del nudo proprietario, sotto il profilo della conservazione della destinazione economica della quota sociale, può apparire preminente».

⁴²³ «Là dove non è addirittura indispensabile alla costituzione del vincolo, è quanto meno normale il trapasso dei titoli azionari dall'azionista al titolare del diritto reale frazionario», così G.C.M. RIVOLTA, *Pegno ed usufrutto di quote di società a responsabilità limitata e diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1961, I, 205 ss., il quale enuncia gli inconvenienti che sarebbero derivati nel caso il legislatore avesse riservato al socio l'esercizio del voto.

⁴²⁴ Già J. NOIREL, *La société anonyme devant la jurisprudence moderne*, Parigi, 1958, 152-153; A. RABREAU, *L'usufruit des droits sociaux*, Paris, 2006, *passim*; per ulteriori cenni, A. BUCELLI, *Usufrutto di quote societarie e diritto di voto*, in *Società*, 2016, 960-961.

⁴²⁵ Cfr. A. ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, *cit.*, 17 ss.: «ciò non vuol dire che nella gestione sociale non sia interessato anche il nudo proprietario dell'azione. Vuol dire solo che l'interesse dell'usufruttuario è considerato preminente e che nell'esercizio del voto l'usufruttuario è considerato anche gestore *ex lege* degli interessi del nudo proprietario con la conseguente responsabilità, secondo i principi generali dell'usufrutto, che nell'art. 2352 devono intendersi implicitamente richiamati (obbligo di rispettare la destinazione economica della cosa, art. 981; obbligo di usare nella gestione la diligenza del buon padre di famiglia, art. 1001; responsabilità per l'abuso nella gestione con le sanzioni previste dall'art. 1015)». A parere di chi scrive, tale impostazione risente della tendenza alla entificazione della partecipazione azionaria che, comunque la si qualifichi sul piano tecnico-formale, risponde senza dubbio all'esigenza di favorirne la negoziabilità.

una regola la quale in definitiva vale a circoscrivere e tipizzare le ipotesi in cui è possibile la separata negoziazione delle singole facoltà comprese nella posizione giuridica complessivamente considerata.

del voto⁴²⁶; non può farsi a meno di notare che l'autonomia statutaria non solo può elidere il diritto di voto rispetto ad azioni che ne sono "ontologicamente" dotate, ma può anche attribuire quel diritto rispetto ad azioni che ne sono strutturalmente prive, come nel caso delle azioni di godimento (art. 2353 c.c.). In particolare, dall'art. 2352 c.c. emerge che la norma postula un interesse ed una posizione giuridica che coprono l'intera partecipazione: un interesse in parte comune e, in parte, disallineato rispetto a quello del socio; la ragion pratica della norma – che si esaurisce nel coordinamento tra l'uno e l'altro – consente di avvicinarla alle implicazioni pratiche risolte dall'art. 2347 c.c. per il caso di comproprietà delle azioni, nonostante la diversità delle soluzioni proposte in ragione dell'eterogeneità degli interessi in questione⁴²⁷. Di conseguenza, l'attribuzione di alcuni diritti sociali al non socio non ne determina una loro asportazione dalla partecipazione, bensì si limita ad attuare un espediente tecnico per regolarne l'esercizio attribuendolo a chi, tra i titolari di

⁴²⁶ Cfr. G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, cit., 265 ss., le cui tesi sono in parte sviluppate, di recente, da M. MAUGERI, *Record date e «nuova» inscindibilità della partecipazione azionaria*, cit., 107 ss.

⁴²⁷ Per una peculiare ricaduta applicativa, v. Trib. Salerno, 16 febbraio 2007 (decr.), in *Società*, 2007, 719 ss., con nota di C. DI BITONTO, *Comproprietà di pacchetto azionario tra coniugi separati e nomina del rappresentante comune*, cui si rinvia per la spiegazione della duplice *ratio* della nuova formulazione dell'art. 2347 c.c. Da detta duplice *ratio* della disciplina contenuta nell'art. 2347 c.c., dalla quale si fa discendere, in primo luogo, la qualificazione della legittimazione del rappresentante comune in termini di esclusività e, in secondo luogo, l'esclusione di una legittimazione concorrente dei coazionisti, con particolare riferimento ai diritti sociali (amministrativi) connessi al funzionamento dell'organo assembleare: diritto di intervento e di voto nell'assemblea, nonché di impugnazione delle deliberazioni assembleari, *ivi*, 727. Più di recente, v. Trib. Napoli, 4 maggio e 21 maggio 2017, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, 451 ss., con nota di F. PERRECA, *Osservazioni a Trib. Napoli, 21 giugno 2017 e Trib. Napoli, 4 maggio 2017, in tema di comproprietà di partecipazione in società a responsabilità limitata e nomina del rappresentante comune*, e *ivi* i principali riferimenti bibliografici; nonché Trib. Milano, 30 settembre - 6 ottobre 2011 (decr.), in *Giur. it.*, 2012, 1825 ss., con nota di S. LUONI, il quale condivide l'orientamento che esclude l'esercizio disgiunto da parte di tutti i comproprietari, oltre all'esercizio dei diritti sociali per il tramite del rappresentante comune, facendo leva sul principio di indivisibilità della partecipazione azionaria e sull'applicazione dell'art. 2347 c.c. anche alla contitolarità di una partecipazione composta da una pluralità di azioni; nonché in *Società*, 2012, 636 ss., con nota di A. PATELLI, *Comproprietà di azioni e legittimazione ad attivare il procedimento ex art. 2409 c.c.* La prospettiva dei rapporti interni tra coazionisti e rappresentante comune costituiva già il centro delle riflessioni di A. FIORENTINO, *Comproprietà e consunzione di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, 248 ss. Distinta è invece l'ipotesi della c.d. multiproprietà azionaria, per la cui configurazione si rimanda ai rilievi svolti dalla recentissima decisione di Cass., sez. un., 28 gennaio 2020, n. 1868, in *Foro it.*, 2020, I, 2828.

interessi sulla partecipazione stessa, appare il più idoneo a svolgere tale funzione⁴²⁸; dunque, è come se entrambi i soggetti interessati partecipassero alla società, al pari di quanto si verifica nell'ipotesi della comproprietà prevista dall'art. 2347 c.c., che si limita a tracciare un modo di essere socio diverso rispetto a quanto avviene con la titolarità individuale della partecipazione⁴²⁹. Del resto, una vera e propria scissione della partecipazione azionaria non si rintraccia neppure nel caso in cui, come prevede l'art. 2352 c.c., l'attribuzione di alcuni diritti sociali sia convenzionalmente regolata in modo diverso rispetto alla previsione legislativa siccome, anche in tale ipotesi, l'autonomia statutaria rinviene la sua giustificazione nella circostanza che la spettanza del diritto è comunque assegnata a chi, sebbene in modi particolari, partecipa alla società⁴³⁰, senza che si realizzi un effettivo allontanamento del singolo diritto sociale dalla partecipazione nel suo complesso. La legittimità della clausola statutaria che, in caso di usufrutto su azioni, riserva il diritto di voto (o altri diritti organizzativi) al socio titolare delle azioni è ammessa perché essa non incide sulla validità ed efficacia del rapporto tra le parti e sui diritti patrimoniali del titolare

⁴²⁸ Di contrario avviso G.C.M. RIVOLTA, *Azioni e quote sociali: pegno di usufrutto, pegno di nuda proprietà e diritto di voto*, cit., 587-588, secondo il quale l'attribuzione del diritto di voto all'usufruttuario si giustifica alla luce del possesso del titolo, fattore che gli consente di legittimarsi più facilmente all'esercizio del diritto di voto stesso.

⁴²⁹ Per il distinguo tra indivisibilità e inscindibilità della partecipazione azionaria, cfr. C. ANGELICI, *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, cit., 123 ss.

⁴³⁰ Rispetto alla dissociazione che si realizza in caso di usufrutto di azioni, non pare potersi condividere *in toto*, siccome a tratti artificiosa nella costruzione e negli esiti, la tesi di S. GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, 1975, 95 ss., relativa alla legittimazione primaria (per la quale il diritto di voto è oggetto di riconoscimento legislativo in favore dell'usufruttuario o del creditore pignoratizio) e secondaria (per la quale il diritto di voto costituisce l'oggetto di un'attribuzione convenzionale in favore del socio). Per un diverso approccio alla questione della scissione della partecipazione azionaria rispetto alla circolazione separata del diritto di voto, v. L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, 127 ss.; l'A. aderisce ad una nozione estensiva (etichettata come «composizione-contrazione» della partecipazione sociale, *ivi*, 114, 138) di scissione della partecipazione sociale, nel cui alveo confluiscono non solo le ipotesi di cessione a terzi di alcuni diritti partecipativi, ma anche quelle in cui sia l'ordinamento stesso a imporre la sterilizzazione o il congelamento del diritto di voto. Su un piano più generale, cfr. R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, III, Torino, 1994, 246 ss.; sulla funzione strumentale del voto e sulla sua rilevanza limitata al procedimento assembleare, si richiamano le pagine di P. FERRO LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1993, 52; A. MAISANO, *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, Milano, 1968, *passim*.

dell'usufrutto o del creditore⁴³¹. La prospettiva muta ove si aderisca alla tesi che qualifica la circolazione delle azioni come funzionale alla sostituzione dell'acquirente nei poteri riferibili alla quota, pur con diverse graduazioni⁴³²; in quest'ottica, se l'effetto sostitutivo derivante dal trasferimento delle azioni non dovesse realizzarsi in ragione del difetto di legittimazione del socio ad esercitare un determinato potere, la vicenda non si riflette sul piano della disciplina della circolazione, bensì sul diverso versante della disciplina del potere⁴³³. In queste ipotesi, verrà in rilievo l'accertamento del difetto di titolarità, il quale può ricondursi, ad esempio, alla caducazione del negozio traslativo della proprietà dei titoli azionari, la quale travolgerà – in via retroattiva – anche i diritti eventualmente esercitati dal titolare apparente della partecipazione, con gli eventuali limiti derivanti dal preminente interesse alla conservazione della stabilità dell'organizzazione societaria; a ciò si accompagnerà il limite in forza del quale, ove titolarità e legittimazione non mettano capo al medesimo soggetto, al soggetto legittimato è precluso il compimento di atti che giungano fino alla disposizione dello *status socii* stesso.

Tirando le fila del discorso sin qui svolto, la valorizzazione dei profili dinamici immanenti al nesso che intercorre tra partecipazione azionaria e attività d'impresa consente di ritenere che, in tutti i casi in cui sull'azione venga costituito un diritto reale limitato, non si attua una scissione della partecipazione in sé, bensì una mera disarticolazione degli interessi interni alla medesima e finalizzati a conservarne il

⁴³¹ Cfr. massima n. 34 del 19 novembre 2004 del Consiglio notarile di Milano; per ulteriori questioni si rinvia alla rassegna pratica di A. BUSANI, *Massime notarili e orientamenti professionali. Usufrutto di azioni*, in *Società*, 2017, 1273 ss.

⁴³² È questa l'idea dalla quale muove la riflessione di L. FURGIUELE, *Trasferimento della partecipazione e legittimazione nelle società di capitali*, Milano, 2013, 98 ss.

⁴³³ Così, ancora, L. FURGIUELE, *Trasferimento della partecipazione e legittimazione nelle società di capitali*, cit., 103; l'affermazione sarebbe suffragata anche dalla circostanza secondo la quale, in alcuni casi, il difetto di legittimazione all'esercizio di una determinata prerogativa non elimina (e, anzi, fonda) il presupposto affinché il socio possa esercitare un diverso potere: è quanto si verifica nelle società quotate ai sensi dell'art. 127-bis t.u.f. (il socio non legittimato a votare può comunque impugnare la deliberazione annullabile e recedere dalla società), *ivi*, nt. 29.

valore⁴³⁴; è per tale ragione che, entro la cornice sistematica tracciata, occorre verificare quale sia l'ambito operativo della trasmissibilità ostacolata della partecipazione azionaria condizionata dalla previsione di un diritto statutario di *tag-along* ove la partecipazione sia interessata da un fenomeno di disarticolazione, causata dalla costituzione di un diritto parziario sulla stessa.

Da ciò l'esigenza di delimitarne lo spettro negoziale di applicabilità: innanzitutto, da questo esulerebbero i trasferimenti a titolo gratuito e quelli *mortis causa*, la permuta e il conferimento in società del pacchetto azionario. Dovrebbe del pari ritenersi inoperante la clausola di accordamento nel caso di cessione di partecipazioni sociali di controllo a titolo di patto di famiglia *ex art. 768-bis c.c.* che, invece, ben si presta alla pattuizione di una clausola *ad hoc* di *change of control* (v. *infra*).

Quanto alla costituzione di un diritto reale di garanzia sui titoli azionari, secondo l'impostazione prevalente, il vincolo graverebbe sul valore dell'azione ricevuta in pegno: pertanto, l'operatività del diritto di *tag-along* andrebbe negata sia nella fase genetica del diritto di garanzia sia in quella attuativa (*recte*, in occasione della vendita coattiva della partecipazione). Da un lato, infatti, la costituzione del pegno non attua alcuna vicenda traslativa della partecipazione, non mutando la titolarità della stessa in capo al debitore; dall'altro, il coinvolgimento dei soci di minoranza nella gestione della fuoriuscita dalla compagine non avrebbe una giustificazione accettabile, siccome la partecipazione non è suscettibile di una alienazione congiunta coattiva, a tacere del fatto che, a monte, i titoli azionari rispetto ai quali è previsto il diritto di seguito non sono comunque posti a garanzia dell'originaria obbligazione rimasta inadempita. Impregiudicata la facoltà delle parti di perimetrare l'operatività della covendita solo a determinate fattispecie di alienazione⁴³⁵, magari selezionando la

⁴³⁴ Per l'individuazione dei limiti all'esercizio del diritto di voto dell'usufruttuario, A.M. LUCIANO, *Usufrutto di partecipazioni sociali ed esercizio dei diritti amministrativi nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 196-198.

⁴³⁵ Neppure al di fuori del sottosistema societario può revocarsi in dubbio la *vis expansiva* delle fattispecie di alienazione congiunta, la cui applicazione può estendersi, con i benefici che ne derivano, anche ai rapporti fra il nudo proprietario ed il titolare, sul medesimo bene, di un diritto reale minore. È quanto può accadere ove si preveda, nell'atto costitutivo di usufrutto o di proprietà superficaria su cosa determinata, che, ove il nudo proprietario riceva un'offerta per l'acquisto della piena proprietà

tipologia dei terzi acquirenti⁴³⁶, occorre verificare quali siano i margini di applicabilità delle clausole in esame a quelle operazioni che non mirano ad attuare la mera dismissione della partecipazione azionaria, bensì ad assegnare i principali diritti sociali (diritto di voto e diritto agli utili) a un terzo, verso il pagamento di un corrispettivo.

È il caso della costituzione del diritto di usufrutto sulle azioni ovvero della dismissione della sola nuda proprietà azionaria⁴³⁷ con riserva del diritto di usufrutto in capo al cedente; quest'ultima evenienza deve essere oggetto di una disciplina specifica che consenta alle parti in via pattizia di escludere in radice l'operatività del diritto di accodamento, ovvero di rinviarla solo allorquando in capo al terzo compratore vi sia stata la consolidazione della piena proprietà della partecipazione. Giova ribadire che la costituzione di usufrutto, ove non sia prevista una convenzione che accordi al nudo proprietario il diritto di voto e i connessi diritti di impugnativa finisce per equiparare il titolare di questi diritti parziari a quelli di un nuovo socio pieno proprietario; trattasi, però, di conclusione non generalizzabile nella misura in cui, di solito, la costituzione di diritti reali parziari soggiace all'applicazione della clausola di prelazione⁴³⁸.

La questione assume una rilevanza pratica non trascurabile, non foss'altro per la frequenza con la quale essa si ripropone: si registra infatti la tendenza – in seno a vicende di pianificazione successoria - ad attribuire l'usufrutto sulle partecipazioni sociali o allo scopo di consentire ai successibili di inserirsi gradualmente nelle dinamiche dell'impresa, mantenendo un controllo temporaneo da parte del loro

e intenda accettarla, l'usufruttuario od il superficiario debbano alienare, insieme al primo ed in favore dello stesso terzo acquirente, il diritto che è stato loro concesso.

⁴³⁶ Secondo quanto era previsto, sia pure in un caso limite, nella controversia decisa da Trib. Roma, 3 giugno 1929 che, nella ricostruzione interpretativa di un patto di sindacato azionario, ha ritenuto che il divieto di vendere le azioni stesse riguardasse i non soci, ma non contemplasse l'impedimento ad alienare a soci; la pronuncia è pubblicata in *Riv. dir. comm.*, 1931, II, 439 ss., con nota di G. FRÈ, *I sindacati azionari e l'inalienabilità delle azioni sindacate*.

⁴³⁷ Come rilevato in giurisprudenza, il socio nudo proprietario si trova «nella posizione legale tipica di chi deve sottostare sotto ogni profilo alla gestione diretta da parte di un terzo qualificato di tutti i diritti sociali, non potendo influire sotto alcun aspetto su quella che riassuntivamente viene denominata 'vita sociale': così Trib. Milano, 19 ottobre 2012, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

⁴³⁸ Lo rileva C.A. BUSI, *La prelazione societaria cit.*, 226.

dante causa, ovvero per ripartire tra aventi causa i diritti sociali⁴³⁹, specie ove alcuni siano inclini a proseguire nella gestione imprenditoriale e altri manifestino interesse alle sole ricadute patrimoniali della stessa⁴⁴⁰.

Quello descritto è stato anche il retroterra della prima pronuncia di legittimità in tema di *tag-along*⁴⁴¹ che, però, non ha affrontato *ex professo* la questione dell'inquadramento sistematico della covendita e della sua compatibilità con

⁴³⁹ In netta controtendenza rispetto alle logiche della finanza familiare è la recentissima vicenda che vede coinvolta la *dinasty* farmaceutica Angelini Holding S.p.a., in cui l'erede detiene detenute in nuda proprietà le azioni, con diritto di voto in assemblea ordinaria, mentre il padre ha esclusivo diritto ai dividendi; lo riporta il Sole 24 Ore, 5 agosto 2020. Sui meccanismi di predisposizione successoria, v. M. PALAZZO, *La circolazione delle partecipazioni e la governance nelle società familiari in prospettiva successoria*, in *Riv. not.*, 2007, 1375 ss.: l'A. ravvisa in tale tendenza il «tentativo di mantenere un cordone ombelicale tra padre e figlio, o comunque tra donante-cedente e donatario-cessionario, pur conservando il primo la gestione della società, attraverso il diritto di voto in assemblea (a lui spettante in quanto usufruttuario) e la permanenza nella carica di amministratore. Consolidandosi, con la morte del disponente, l'usufrutto nella nuda proprietà in capo al donatario-cessionario senza costo alcuno [...] si è ottenuto il duplice risultato di lasciare all'usufruttuario la possibilità di continuare a gestire la sua società - attraverso il diritto di voto inerente il diritto di usufrutto e la permanenza nella carica di amministratore - e di trasferire il patrimonio aziendale con costi relativamente limitati. Il «rovescio della medaglia» è costituito dal c.d. «abuso di usufrutto». Se, infatti, lo schema appena descritto è semplice e poco dispendioso, esso può creare seri problemi nell'ambito dei rapporti tra usufruttuario e nudo proprietario: pensiamo, ad esempio, al caso del c.d. abuso di usufrutto in cui l'usufruttuario viene chiamato in causa dal nudo proprietario per aver esercitato ultra vires i poteri inerenti il diritto reale di cui è titolare. In realtà la giurisprudenza ha spesso evidenziato come più che di abuso di usufrutto si debba parlare di «abuso di longevità». In effetti la maggioranza dei casi giudiziali vede il nudo proprietario (successore in vita designato dall'originario imprenditore) agire nei confronti dell'usufruttuario nel momento in cui quest'ultimo diventa troppo longevo, e quindi supera le aspettative e le previsioni di vita su cui il nudo proprietario ha fatto conto», *ivi*, 1397.

⁴⁴⁰ Cfr. R. NOBILI, *Appunti in tema di acquisto di azioni proprie*, in AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, cit., spec. 136 ss., il quale rileva che spesso i passaggi generazionali nelle società familiari sono caratterizzati dalla riserva dell'usufrutto a favore dei padri e dall'attribuzione della nuda proprietà ai discendenti che, se disinteressati alla continuazione, chiedono di poter essere liquidati con l'acquisto della nuda proprietà delle azioni da parte della società medesima; ID., *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 1987, 760 ss.

⁴⁴¹ Si allude a Cass., 19 febbraio 2018, n. 3951, in *Società*, 2018, 1119 ss.; in *Giur. it.*, 2018, 1431 ss., con nota di M.C. COSSU, *Covendita, tag along e cessione della nuda proprietà*; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 453 ss., con nota parzialmente critica di F. PERRECA, *La clausola di accodamento (c.d. tag-along): si attiva per il trasferimento della nuda proprietà delle azioni o per l'acquisto del controllo?*; nonché in *Notariato*, 2018, 417 ss., commentata da M.G. TRIVIGNO, *Non spetta il diritto di tag along per il trasferimento della sola nuda proprietà delle azioni*. La questione era stata già vagliata dalla giurisprudenza di merito e risolta in modo analogo: App. Milano, 27 settembre 2012, n. 3099, in *Società*, 2013, 773 ss., con nota di C. DI BITONTO, *Diritto statutario di covendita ("tag-along") collegato al cambio di controllo e vendita della nuda proprietà di azioni*.

L'ordinamento societario e civilistico italiano: la Suprema Corte è stata infatti investita della decisione di un caso di mancata attivazione della clausola di accodamento contenuta nello statuto di una s.p.a., in occasione della cessione della nuda proprietà delle partecipazioni del socio di maggioranza. L'attivazione del diritto statutario di covendita è stata dunque esclusa in caso di trasferimento della sola nuda proprietà delle azioni e tale soluzione impone una serie di precisazioni ulteriori dal momento che, normalmente, la formulazione della clausola di *tag-along* contempla la generica operatività nel caso di vicende circolatorie non altrimenti specificate che interessino le azioni componenti il capitale sociale; con la conseguenza che, in caso di fattispecie dubbie, deve preferirsi l'interpretazione restrittiva della stessa, nella misura in cui pone un ostacolo alla libera trasferibilità dei titoli azionari realizzando un'alienazione congiunta⁴⁴². Ne deriva che ove oggetto di cessione sia la sola nuda proprietà del pacchetto di riferimento (con riserva di usufrutto in capo al socio alienante), la posizione dei soci di minoranza deve essere vagliata con maggiore cautela; infatti, benché in apparenza nulla impedirebbe di riconoscere loro il diritto di accodamento anche solo in prospettiva di un futuro controllo dei voti in assemblea, e quindi anche allorquando l'acquirente delle azioni finisca per non disporre della maggioranza attuale dei voti nell'assemblea ordinaria ma soltanto di quella potenziale - poiché, in base ai principi di diritto comune degli acquisti derivativi, questi, una volta subentrato nella titolarità del pacchetto, sarebbe comunque proprietario di azioni gravate da usufrutto, diritto intrinsecamente

⁴⁴² È questa l'idea alla base dei rilievi di C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, 94: secondo l'A. l'insussistenza di clausole siffatte agevola la circolazione dei titoli perché «in una considerazione generale del trattamento legislativo delle clausole che limitano o escludono la trasferibilità delle partecipazioni, si coglie il significato dell'*exit* non soltanto come strumento di tutela degli interessi economici del socio, ma anche come punto di equilibrio nell'assetto dei 'poteri' nella società».

temporaneo⁴⁴³ – appare preferibile ritenere che il presupposto di attivazione del *tag-along* non risulti integrato⁴⁴⁴.

In sostanza, ove oggetto della cessione sia la sola nuda proprietà delle azioni di maggioranza⁴⁴⁵ non scatta il diritto di accodamento in capo agli altri soci, il quale è destinato ad attivarsi solo quando l'acquirente assuma il controllo della società per avere acquistato la maggioranza dei diritti di voto incorporati nelle azioni; poiché il diritto di voto per le azioni gravate spetta esclusivamente all'usufruttuario, che neppure è obbligato a uniformarsi alle eventuali istruzioni di voto che il nudo proprietario dovesse impartirgli⁴⁴⁶, non si verifica alcun cambio di controllo. Dunque, il diritto di *tag-along*, per avere una reale giustificazione ed un effettivo significato economico, deve comunque essere ricollegato al mutamento del

⁴⁴³ La maggioranza dei voti non risultava esercitabile, nel caso prospettato, dalla società nuda proprietaria ed era rimasta ben salda nelle mani della società usufruttuaria, quantomeno per il termine trentennale *ex art. 979, comma 2, c.c.* che nei gradi di merito era stato ritenuto operante in mancanza di una durata inferiore convenuta dalle parti. Nondimeno, la temporaneità costituisce un ulteriore fattore condizionante la portata delle clausole di accodamento: è sufficiente pensare ai problemi che il diritto di seguito pone se la partecipazione è oggetto di un trasferimento temporaneo attuato, ai sensi dell'art. 1548 c.c., a titolo di riporto; la questione assume rilevanza soprattutto ove la finalità dell'operazione sia quella di rafforzare la posizione del riportatore – cui spetta il diritto di voto – in prossimità di un'assemblea e, quindi, in luogo dell'acquisto delle azioni che gli consentiranno di disporre di un maggior peso, le prende a riporto da un terzo. Cfr. R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a.*, cit., 377; G. COTTINO, *Commento sub art. 1548 c.c.*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1970, 61, nt. 37; G. RAGUSA MAGGIORE, *Riporto* (voce), in *Enc. dir.*, XL, Milano, 1989, 1025; O. CAGNASSO, *Il riporto*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, VIII, Torino, 1984, 372.

⁴⁴⁴ La soluzione andrebbe diversamente modulata anche nell'ipotesi di vendita con riserva della proprietà di quote sociali ove, per la peculiare strutturazione degli effetti traslativi della fattispecie (art. 1523 c.c.), oltre alla necessità di verificare in quale momento si attua il mutamento del controllo, si porrebbero particolari problemi di legittimazione del titolare della partecipazione all'esercizio dei diritti sociali. In dottrina, per una disamina degli aspetti problematici dell'istituto, v. A. NERVI, *La vendita con riserva di proprietà; riflessioni su un istituto "eccentrico"*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 671 ss.

⁴⁴⁵ La cessione della sola nuda proprietà continua ad essere oggetto di rarissimi interventi giurisprudenziali, a differenza di quanto accade per il trasferimento di usufrutto; cfr. Trib. Roma, 24 giugno 2017, in *Riv. dott. comm.*, 2018, 95; Cass., 19 agosto 1996, n. 7614, in *Società*, 1997, 390; Cass., sez. un., 23 dicembre 2008, n. 30057, in *Giust. civ.*, 2009, I, 2131; A. BONAFINE, *La legittimazione e l'interesse ad agire nelle vicende di impugnazione delle deliberazioni assembleari delle s.p.a.*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2017, 1377 ss.

⁴⁴⁶ Invero, potrebbe stabilirsi che il nudo proprietario abbia il diritto di essere consultato dal titolare del diritto reale minore, ovvero che possa dare istruzioni in ordine all'esercizio del diritto di voto (cfr. G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., 315), ovvero pattuirsi la designazione di un terzo che vada a rappresentare il titolare del diritto di sulla falsariga dell'art. 2372 c.c.

controllo della società tramite l'esercizio del diritto di voto e, di riflesso, nel silenzio dello statuto⁴⁴⁷ in ordine al trasferimento di diritti qualitativamente diversi dalla piena proprietà, l'insorgenza del diritto di accodamento può basarsi o su una alienazione-traslativa del diritto di piena proprietà, ovvero, almeno su una alienazione-costitutiva (e non riserva) del diritto di usufrutto senza riserva del diritto di voto in capo al nudo proprietario, in deroga all'art. 2352, comma 1, c.c.⁴⁴⁸; risulta infatti impedita una ricostruzione della riserva di usufrutto quale negozio a struttura binaria (trasferimento della piena proprietà dall'alienante all'acquirente, con conseguente costituzione del diritto di usufrutto dall'acquirente all'alienante; *recte*, vendita della piena proprietà e susseguente retrocessione dell'usufrutto all'alienante)⁴⁴⁹. La posizione del nudo proprietario, detto altrimenti, non può che essere equiparata a quella di un socio investitore o di un azionista di risparmio, il cui minore coinvolgimento sul piano gestorio avrebbe come contropartita economica il corrispettivo per il diritto di usufrutto, nell'attesa di vedere riespanse le proprie prerogative al momento della cessazione del diritto di usufrutto⁴⁵⁰; tanto più ciò vale

⁴⁴⁷ Per un'interpretazione della clausola di *tag-along* per mezzo della corrispondente clausola di prelazione dedotta in statuto e per le perplessità che una simile operazione ricostruttiva desta, v. C. DI BITONTO, *Diritto statutario di covendita* ("tag-along") *collegato al cambio di controllo e vendita della nuda proprietà di azioni*, cit., 788.

⁴⁴⁸ Il riconoscimento legislativo della legittimità di pattuizioni in deroga appresta un ulteriore strumento di modulazione del rapporto tra socio ed usufruttuario secondo gli schemi più vari: potrebbe infatti stabilirsi che il diritto di voto spetti sempre al nudo proprietario, oppure che sia riconosciuto a questi soltanto nelle assemblee straordinarie o limitatamente ad alcune materie.

⁴⁴⁹ Come evidenziato da molti, l'unicità dello schema causale impedisce di ravvisare due negozi distinti: M. ESU, *Riserva di usufrutto e alienazione di nuda proprietà*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 345 ss.; R. CATERINA, *Sub art. 978 c.c.*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, Milano, 2008, 202 ss.; A. DE CUPIS, voce *Usufrutto (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, XLV, Milano, 1991, 1115, nt. 9; G. PUGLIESE, *Usufrutto, uso e abitazione*, in *Trattato Vassalli*, IV, Torino, 1972, 189 ss.; F. SANTORO PASSARELLI, *Donazione. Riserva di usufrutto, contratto a favore di terzi*, in *Riv. dir. civ.*, 1940, 189 ss.; così anche L. BIGLIAZZI GERI, *Usufrutto, uso e abitazione*, in *Trattato Cicu-Messineo*, XI, 1, Milano, 1979, 68 ss., pur con il *caveat* che qualsiasi soluzione prospettata sul tema non sia esente da critiche. In giurisprudenza, si tende ormai ad affermare costantemente che, nonostante il carattere unitario del diritto di proprietà, al proprietario non è preclusa l'alienazione della sola nuda proprietà, ritenendosi implicitamente escluso l'usufrutto del quale egli resta titolare, così Cass., 3 maggio 1996, n. 4090, in *Giust. civ. mass.*, 1996, 660.

⁴⁵⁰ Per un'analisi del bilanciamento dei poteri dell'usufruttuario (creditore pignoratizio) con i diritti del nudo proprietario (socio datore di pegno), nella peculiare prospettiva del riequilibrio economico-

ove venga pattuita un'opzione di riacquisto a beneficio dell'usufruttuario, che, sebbene non possa con assoluta certezza eliminare la rilevanza dell'acquisto potenziale del controllo, riduce nettamente la probabilità di un consolidamento dell'usufrutto in capo al nudo proprietario ma, per converso, fonda il ritrasferimento della piena proprietà nelle mani del socio originario.

Diversamente opinando, infatti, verrebbe vanificata la funzione sottesa alla scelta negoziale di costituire un diritto di usufrutto sulle azioni che, se per un verso, mira ad attribuire stabilmente il voto ad un soggetto diverso dal socio titolare della proprietà delle azioni, per altro verso identifica uno strumento per privare il nudo proprietario del controllo o, invertendo la prospettiva, per consentire il controllo societario da parte di chi risulti titolare di tale diritto reale minore; a una conclusione nel senso dell'applicabilità del diritto di accodamento in favore della minoranza, per le ragioni richiamate, potrebbe pervenirsi solo ove, con convenzione derogatoria dell'art. 2352 c.c., il nudo proprietario sia reso attributario del diritto di voto.

Meno lineare è invece il nesso che intercorre tra il diritto statutario di covendita e la costituzione di un diritto di pegno sulla partecipazione di controllo: in questo caso, un diritto di accodamento potrebbe ipotizzarsi solo all'atto del trasferimento conseguente all'escussione della garanzia; nondimeno, la posizione della minoranza potrebbe subire penalizzazioni alla luce della natura coattiva del trasferimento della partecipazione di maggioranza vincolata, a tacere dell'ulteriore fattore di complicazione legato alla possibilità che il controllo (declinato come maggioranza dei voti esercitabili in assemblea) sia trasferito in capo al creditore pignoratizio immediatamente, sin dalla costituzione della garanzia, in mancanza di una convenzione contraria all'indicazione legislativa.

Ulteriore aspetto controverso atterrebbe poi all'attivabilità della covendita nel caso in cui solo alcune delle azioni di un pacchetto siano sottoposte a diritto frazionario; si allude all'eventualità – invero piuttosto controversa per la partecipazione

finanziario dell'impresa, si rinvia al contributo di M. SPIOTTA, *Strumenti di tutela del socio nudo proprietario o datore di pegno di società in crisi*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 96 ss.

azionaria, a differenza delle quote di s.r.l.⁴⁵¹, alla luce delle perplessità che circondano la possibilità di costituire vincoli di matrice negoziale soltanto parziali – in cui il diritto reale limitato gravi soltanto su parte del pacchetto, con il risultato di una partecipazione in parte libera, in parte sottoposta a vincolo, e con tutto ciò che ne consegue in fatto di graduazione della spettanza quali-quantitativa del diritto di voto. È infatti proprio tale ultimo aspetto a rivelarsi dirimente ai fini dell'affermazione dell'operatività o meno del diritto di accodamento. Allo stesso modo, neppure può sottacersi l'ulteriore eventualità in cui l'usufrutto o, in genere, la costituzione di un diritto reale limitato, riguardi le azioni proprie della società; si pensi al caso in cui, in presenza di un acquisto di azioni proprie non destinato all'esecuzione di una delibera attuativa della riduzione del capitale – con correlata impossibilità per gli amministratori di procedere all'annullamento – queste stesse azioni restino in portafoglio della società; poiché rispetto a tali azioni, che fanno ancora parte del capitale⁴⁵², il diritto di voto è sospeso (art. 2357-ter c.c.) e i diritti patrimoniali sono ripartiti sulle altre azioni, sebbene le stesse continuino ad essere computate per l'esercizio dei diritti sociali diversi dal voto e, più in generale, continuino ad influire sugli assetti organizzativi della società⁴⁵³, deve notarsi che l'acquisto di azioni proprie,

⁴⁵¹ Sul tema, si veda D. BOGGIALI – A. RUOTOLO, *Pegno, usufrutto e sequestro "parziali" su partecipazione di s.r.l.*, Studio CNN n. 836-2014/I.

⁴⁵² Per una efficace sintesi delle cautele che la disciplina delle operazioni sulle proprie azioni postula, si rinvia all'immagine di G.E. COLOMBO, *La "riserva" azioni proprie*, in G. CASTELLANO (a cura di), *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, Milano, 1986, 172, ad avviso del quale «una società che impiegasse il capitale per acquistare la metà delle azioni proprie in circolazione opererebbe come chi vendesse mezzo locale per acquistare un grande specchio da mettere alle pareti del locale dimezzato: il locale parrebbe, grazie allo specchio, di dimensioni immutate». Per l'evoluzione storica dell'istituto, v. F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, 1-8; S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni, utile e utile di esercizio*, in *Riv. soc.*, 1970, 617. Per i profili rimediali: A.A. DOLMETTA, *Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge*, in *Riv. soc.*, 1996, spec. 357 ss.; A. ANTONUCCI, *L'illegittimità dell'acquisto e della detenzione di azioni proprie: fattispecie e sanzioni*, in *Riv. dir. impr.*, 1990, 65 ss.

⁴⁵³ Di difficile equilibrio tra sospensione del diritto di voto e neutralità organizzativa discorre efficacemente N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 176-178; ID., *Autopartecipazione ed equilibri organizzativi. Il computo delle azioni proprie nei quorum assembleari*, in *Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 717 ss. Per osservazioni di ordine più generale, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Acquisto di proprie azioni*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Milano, 2003, 467 ss.; A. DALMARTELLO, *Le società di fronte alla*

attuando una riduzione del numero delle azioni in circolazione, ostacola il raggiungimento delle soglie di minoranza richieste per l'esercizio di alcuni diritti amministrativi (es. artt. 2351, comma 2; 2374 c.c.).

Per quanto qui interessa, nonostante possa sostenersi che la costituzione di diritti reali limitati (usufrutto) o di garanzia (pegno) su azioni proprie non debba reputarsi in sé preclusa, occorre chiarire come il regime delle azioni proprie condizioni la libertà di allocare i diritti partecipativi tra il nudo proprietario e l'usufruttuario, ovvero il creditore pignoratizio⁴⁵⁴; sebbene non possa essere questa la sede per una disamina approfondita della questione, si osserva che la regola della sospensione trova applicazione anche per il creditore pignoratizio e l'usufruttuario, a meno che non vengano acquistate azioni proprie sulle quali insista già un diritto reale di garanzia o di godimento ed è dettata allo scopo di impedire che si alterino i rapporti di forza tra i soci superstiti dal momento che l'acquisto è stato operato mediante l'impiego di risorse comuni e scongiurando cioè il rischio che le azioni intestate alla società costituiscano un espediente che consenta agli amministratori di crearsi una

circolazione delle proprie azioni, in *Riv. soc.*, 1965, 33 ss.; G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., 303 ss.; R. NOBILI, *Appunti in tema di acquisto di azioni proprie*, in AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, cit., 136 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle proprie azioni*, in AA.VV., *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, 807 ss. In giurisprudenza, sul computo delle azioni proprie ai fini della determinazione delle maggioranze assembleari, v. Cass., 2 ottobre 2018, n. 23950, e App. Milano, 22 agosto 2018, n. 3918, entrambe in *Riv. dir. comm.*, 2019, II, 489 ss., con nota di A. PONTECORVI, *Sul potere della minoranza assembleare in conseguenza dell'acquisto di azioni proprie*; la richiamata pronuncia di legittimità è altresì pubblicata in *Giur. it.*, 2019, 105 ss., con nota adesiva di L. BOGGIO, *Il possesso di azioni proprie (e della controllante) tra limiti e quorum nel quadro UE e costituzionale*, il quale conclude osservando che «la ratio è di impedire che le azioni proprie modifichino i rispettivi poteri fra i soci, e più in generale che non ne risulti alterata la c.d. funzione organizzativa del capitale sociale. Orbene, se lo scopo dell'estensione della disciplina delle operazioni sulle azioni proprie a quelle compite sulle medesime dalle controllate è di “evitare che una società per azioni si serva di un'altra società, in cui dispone della maggioranza dei voti o sulla quale può esercitare un'influenza dominante, per procedere a tali acquisizioni senza rispettare i limiti”, sembra logico applicare le regole sui *quorum* anche alle azioni possedute dalle controllate, onde prevenirne l'elusione», *ivi*, 112.

⁴⁵⁴ Per un approfondimento del problema, v. N. DE LUCA, *La società azionista*, cit., 190 ss., cui si rinvia per ulteriori indicazioni bibliografiche.

«comoda maggioranza a spese del patrimonio sociale⁴⁵⁵» sbilanciando gli assetti decisionali in favore di alcuni azionisti⁴⁵⁶.

Peraltro, al di là della specifica vicenda legata alla costituzione di un diritto reale di godimento o di garanzia su azioni proprie, non deve trascurarsi l'ipotizzabilità che l'alienazione di queste ultime sia conformata in forza dell'inserimento in statuto di una clausola di accodamento: ove il diritto statutario di covendita venga ricostruito, come sembra preferibile e almeno nella sua configurazione più basilare, come ipotesi di trasmissibilità ostacolata della partecipazione, l'operatività del *tag-along* rispetto alle azioni proprie non può dirsi preclusa, a meno che dal tenore letterale della clausola statutaria non si evinca una esplicita esclusione⁴⁵⁷. E ciò perché anche la società, socia di se stessa, quando aliena la propria partecipazione è un socio al pari degli altri. Soluzione positiva che, su un piano pratico, appare coerente con l'idea che l'acquisto di azioni proprie si risolve in una vicenda di disinvestimento di ricchezza nell'iniziativa collettiva (più che in un atto di gestione dell'impresa)⁴⁵⁸, atteso che la

⁴⁵⁵ Pericolo che già traspare nella Relazione di accompagnamento al codice civile del 1942, n. 962.

⁴⁵⁶ Solleva invece dubbi, per le frizioni con il divieto di accettazione delle azioni proprie in garanzia, la costituzione di un usufrutto oneroso (nei limiti della durata trentennale: arg. *ex art.* 979, comma 2, c.c.) di azioni in favore della società, con sospensione del diritto di voto e devoluzione del diritto all'utile agli altri azionisti. In realtà, benché in astratto nulla vieti al nudo proprietario e all'usufruttuario di disporre in via negoziale sulla spettanza del diritto di voto (art. 2352, comma 1, c.c.), soprattutto nell'ipotesi in cui si convenga che non debba spettare all'usufruttuario, non si ritiene che attraverso lo strumento convenzionale si possa ottenere lo stesso effetto organizzativo perseguito dall'art. 2357-*ter* c.c. (sospensione del voto, ma computo delle azioni ai fini dei *quorum* assembleari (costitutivi e deliberativi, nel caso di s.p.a. non quotata). Per un'impostazione del problema in termini più generali, cfr. G. COTTINO, *La rappresentanza in assemblea e le limitazioni convenzionali dell'esercizio del voto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, I, 188 ss.

⁴⁵⁷ L'operatività dei limiti alla circolazione rispetto alle azioni proprie è questione scarsamente indagata in dottrina, se si eccettua il contributo di M. STELLA RICHTER JR., *Azioni proprie e clausole limitative della circolazione delle partecipazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 183 ss. Sul tema, l'unica e risalente decisione edita è Trib. Verona (decr.), 25 ottobre 1986, in *Giur. comm.*, 1988, II, 422 ss., con nota critica di F. CORSI, *Acquisto delle proprie azioni e clausola di prelazione*, il quale osserva che «quando acquirente figurì la società, siamo quanto meno di fronte ad un caso di circolazione del tutto particolare, se non anomalo, che ha per effetto, in certo qual modo, la sottrazione delle azioni stesse alla circolazione», *ivi*, 423.

⁴⁵⁸ Così G. FIGÀ TALAMANCA, *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*, Milano, 1997, 191.

società non otterrebbe comunque la liquidazione del valore della quota di partecipazione in sé considerata.

3.3 Il cambio di controllo come presupposto di attivazione della covendita.

Nella covendita totale, quindi, il diritto di accordamento è destinato ad attivarsi solo ove si realizzi un mutamento del controllo, con la conseguenza che il profilo decisivo è quello attinente all'esercizio del diritto di voto⁴⁵⁹, perché la riserva dell'usufrutto in capo all'alienante, nella misura in cui non altera le posizioni di comando in società, preclude ai soci di minoranza di aggregarsi alla cessione del pacchetto di riferimento. In sostanza, sia la spettanza sia il peso specifico dei diritti di voto erano rimasti immutati, come intatti risultavano gli equilibri di voto in assemblea: ciò consente di affermare che la presenza di un vincolo sulle azioni non condiziona a livello strutturale la partecipazione azionaria, la quale non risente delle vicende negoziali che la costituzione del vincolo implica.

Anzi, il trasferimento della sola nuda proprietà delle azioni depone univocamente nella direzione di evitare il passaggio del controllo della società e, con esso, il sorgere del diritto di covendita⁴⁶⁰; si dà quindi per risolta in senso positivo la questione dell'alienazione della nuda proprietà, in quanto tale scissa dal diritto di usufrutto in capo all'alienante, il quale continua ad esercitare i diritti amministrativi sulle azioni.

⁴⁵⁹ Lo testimonia anche la disciplina di diritto comune dell'influenza notevole, la quale beneficia di uno strumento presuntivo collegato alla titolarità di una determinata aliquota dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria della società partecipata, secondo uno schema comune al controllo che, in sostanza, tende a desumere il potere di influenza sulla gestione dalla capacità di concorrere alla nomina e revoca dei componenti degli organi di gestione; per tali rilievi, si rinvia alla singolare vicenda decisa da Trib. Genova, 17 settembre 2018, in *Giur. comm.*, 2019, II, 1148 ss., con nota di N. BACCETTI, *L'acquisizione concertata di partecipazioni qualificate in una banca*; la peculiarità della fattispecie è accentuata dal fatto che, in ambito bancario, la valutazione della rilevanza della partecipazione si pone su un piano distinto da quello che guarda al possibile esercizio di un potere sulle politiche gestionali e finanziarie dell'impresa bancaria, *ivi*, 1159.

⁴⁶⁰ Circostanza che prescinde perfino dall'eventuale allegazione e prova che l'usufruttuario avesse esercitato il proprio diritto di voto nell'interesse della nuda proprietaria.

Per giunta, l'usufruttuario esercita il diritto di voto relativo alle partecipazioni delle quali sia titolare in modo autonomo⁴⁶¹, con la conseguenza che l'accodamento è destinato ad operare solo nel momento in cui usufrutto e nuda proprietà riconvergono in capo all'acquirente (senza necessità di manifestazione di volontà alcuna), attualizzando il presupposto del cambio di controllo; se tutto ciò in linea teorica appare coerente, non può farsi a meno di notare che il disallineamento temporale - che giocoforza intercorre tra cessione della nuda proprietà azionaria e ricongiungimento dell'usufrutto alla nuda proprietà - complica ulteriormente l'esercizio del diritto di accodamento per plurime ragioni. Innanzitutto, dovrebbe individuarsi se l'evento attivatore della clausola consista nella vicenda traslativa che ha prodotto il mutamento del controllo, ovvero nel mero fatto della riunione dell'usufrutto alla nuda proprietà: se è inevitabile che l'attivazione del diritto di seguito maturi solo nel momento in cui la piena proprietà si consolida in capo all'acquirente, esso non può in ogni caso prescindere dalle condizioni (economiche) dettate nel contratto di acquisto della nuda proprietà; poi, inevitabilmente, il corrispettivo versato per la nuda proprietà dovrebbe essere congruo se valutato rispetto alla successiva alienazione congiunta della piena proprietà delle azioni dei soci di minoranza, così da evitare di alimentare un paradosso legato alla determinazione del valore di azioni che, pur munite di un diritto di accodamento, non possono effettivamente usufruirne, perché difetta un prezzo di riferimento. Si tratta di una incongruenza che potrebbe essere superata soltanto ove si ammettesse una operatività del diritto di accodamento circoscritta alla sola nuda proprietà delle partecipazioni dei soci di minoranza⁴⁶².

Beninteso, è sempre auspicabile che, in sede di redazione della clausola venga espressamente contemplata, nel novero dei presupposti di attivazione della stessa,

⁴⁶¹ In tema, G. VIDIRI, *Due questioni in tema di società a responsabilità limitata: il diritto di voto dell'usufruttuario di quote e la soppressione con delibera maggioritaria della clausola di prelazione*, in *Giust. civ.*, 1997, I, 107 ss.; l'abuso non può quindi desumersi dal solo discostarsi del voto dai *desiderata* del nudo proprietario, cfr. R. BENCINI, *L'abuso dell'usufruttuario nel diritto commerciale*, in *Società*, 2016, 949-950.

⁴⁶² È intuitivo che, invece, l'operatività della clausola dovrebbe ritenersi limitata alle sole ipotesi di alterità soggettiva e giuridica tra acquirente e venditore, venendo meno in tutti i casi in cui le parti della contrattazione siano contestualmente acquirenti e venditori.

anche l'evenienza dell'alienazione della sola nuda proprietà delle azioni: si tratta di un accorgimento che eviterebbe incertezze sia sul momento di attivazione del diritto di accodamento, sia sul prezzo dell'alienazione congiunta ma, soprattutto, terrebbe al riparo il meccanismo da possibili intenti elusivi della clausola perseguiti attraverso lo stratagemma dell'alienazione della sola nuda proprietà che, di certo, conduce ad un risparmio di spesa non trascurabile per l'acquirente.

Peraltro, su un piano più ampio, si nota che il meccanismo di riserva dell'usufrutto da parte del cedente e la corrispondente dissociazione tra potere deliberativo e proprietà (ancorché nuda), sembrerebbe riaffermare la matrice ortodossa della società azionaria nel sistema capitalistico (*sub specie* di attribuzione spersonalizzata dei diritti alle azioni e non ai soci), in netta controtendenza con la titolarità azionaria *custom-made*, che invece pare caratterizzare le evoluzioni normative più recenti⁴⁶³.

Anche in questo caso, però, il recupero della personalizzazione della partecipazione può transitare attraverso lo strumento negoziale⁴⁶⁴ che, se consente alle parti soluzioni in deroga molto flessibili, non vale ad eliminare le perplessità connesse all'attribuzione ad un soggetto terzo (già socio) dei diritti di voto inerenti alle azioni, e il subingresso nella titolarità della partecipazione di un nuovo socio, nella misura in cui dall'acquisizione dello *status socii* scaturisce una serie composita di diritti

⁴⁶³ *Ex plurimis*: F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi, cit.*, 194 ss.; ID. *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, 90; G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum P. Abbadessa*, I, Torino, 2014, 112. Da ultimo, G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, 2017, 6 ss.; M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 140; M.C. COSSU, *Covendita, tag along e cessione della nuda proprietà, cit.*, 1433.

⁴⁶⁴ Si è opportunamente osservato che «all'autonomia contrattuale, che - a dispetto del suo essere ancora costretta, nella sfera dei diritti reali minori, dal principio di tipicità - appare rinvigorita nelle applicazioni "fuori sede" dell'istituto. Prova ne è la previsione della convenzione contraria alla regolamentazione del diritto di voto menzionata dal comma 1 dell'art. 2352 c.c. - che sembra potersi articolare nella duplice prospettiva di un patto di carattere statutario e di un accordo direttamente intercorso tra le parti che riservi il diritto di voto al nudo proprietario - o il richiamo alla diversità del titolo nel caso di spettanza anche all'usufruttuario dei diritti amministrativi altri, sancita dall'ultimo comma della norma», così D. POLETTI, *Decadenza o metamorfosi dell'usufrutto? Spunti per una riflessione*, in *Società*, 2016, 935.

corporativi⁴⁶⁵. E ciò in linea con l'idea che la partecipazione sociale non indica altro se non le singole situazioni giuridiche (unitarie o meno) che fanno capo ad ogni socio⁴⁶⁶.

In realtà, anche dalla pronuncia di legittimità richiamata traspare che il diritto di accodamento non scatta soltanto se l'acquirente ha ottenuto la maggioranza attuale dei voti esprimibili, ma anche nel caso in cui questi possa acquistare in futuro tale maggioranza, a condizione che tale risultato sia l'effetto di un automatismo o comunque di una scelta discrezionale dell'acquirente medesimo; non è privo di rilievo che, nella stessa decisione, la covendita era stata invece ritenuta attivabile rispetto al trasferimento degli strumenti finanziari partecipativi⁴⁶⁷, siccome i relativi titolari avrebbero potuto consolidare la posizione di controllo nella società sulla base di una scelta discrezionale che, all'opposto, non compete al nudo proprietario. Quest'ultimo, infatti, versa in una posizione di mera attesa del decorso del termine di durata dell'usufrutto, in vista dell'acquisto del diritto di voto per effetto dell'estinzione dell'usufrutto e del consolidamento della piena proprietà.

In assenza di convenzioni derogatorie della disciplina legislativa, l'alienazione della (sola) nuda proprietà ha impedito il trasferimento all'acquirente della titolarità dei diritti di voto⁴⁶⁸, senza che si verificasse il mutamento del controllo societario; tale

⁴⁶⁵ Così, R. WEIGMANN, *Adattamenti dell'usufrutto all'impresa commerciale*, in *Società*, 2016, spec. 941-943. Si vedano, però, le perplessità manifestate da V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, cit., 197 ss., 216 ss., in ordine alla ricostruzione della qualità di socio come «status, posizione o presupposto», siccome su tali figure non può poi ammettersi la possibilità di costituire diritti reali (pegno, usufrutto). L'A. chiarisce però che «nulla vieta si parli di status di socio in senso atecnico, con riferimento all'insieme delle posizioni soggettive di cui questi è investito, anche se, pur nel significato atecnico e più lato, la nozione di stato non dovrebbe – a rigore – essere riferita a posizioni soggettive di origine contrattuale».

⁴⁶⁶ F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 99 ss.; per la partecipazione sociale come «medio linguistico», P. SPADA, *La tipicità delle società*, cit., 386 ss., spec. nt. 258.

⁴⁶⁷ Cfr. G.A. RESCIO, *Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2018, 1232 ss.; per l'accentuata funzione di finanziamento degli s.f.p., v. M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, 1132 ss.

⁴⁶⁸ In dottrina, V. SALAFIA, *Il diritto di voto relativo ad azioni e quote costituite in pegno o date in usufrutto*, in *Società*, 2002, 1193; A.M. LUCIANO, *Usufrutto di partecipazioni sociali ed esercizio dei diritti amministrativi nelle società di capitali*, cit., 194.

conclusione mette però in ombra che, al pari di ogni ipotesi di estinzione del diritto reale minore (anche per effetto di un atto potestativo, es. rinuncia), l'effetto di produzione o meno del cambio di controllo, per quanto qui rileva, si produce soltanto al momento del consolidamento dell'usufrutto nella piena proprietà; infatti, è solo in quel frangente che deve valutarsi se riconoscere alla minoranza il diritto di covendita. La perplessità è qui accentuata dall'inevitabile intervallo di tempo che caratterizza la vicenda e che, in quanto «dimensione del comportamento⁴⁶⁹», potrebbe ingenerare conflittualità tra nudo proprietario e usufruttuario; come si è già accennato, dubbi permangono in ordine alla decorrenza del *dies a quo* per l'esercizio del diritto di accodamento, infatti la imprevedibilità di tale fattore temporale dovrebbe fare i conti con una possibile variazione della compagine azionaria rispetto a quella originaria oltre che con sopravvenienze oggettive.

Questi elementi di incertezza potrebbero essere governati soltanto attraverso un irrobustimento delle tutele riconosciute alla minoranza, senza che venga contestualmente svilita l'operatività della clausola; sarebbe ingenuo negare che la potenzialità lesiva dei diritti della minoranza è connaturata, sia pur in misura minore rispetto ad altri meccanismi, anche al *tag-along*: una soluzione efficiente, potrebbe essere quella di ipotizzare il c.d. *whitewash*, ossia la *best practice*, ora parte integrante del Regolamento Consob, che affida alla minoranza sociale l'approvazione definitiva di un'operazione con parti correlate⁴⁷⁰, destinata a venire in rilievo ove si dimostri che

⁴⁶⁹ La formula, di indubbia efficacia espressiva, è di P. SPADA, *Conclusioni*, in U. MORERA – G. OLIVIERI – M. STELLA RICHTER JR. (a cura di), *La rilevanza del tempo nel diritto commerciale. Atti della giornata di studio. Macerata, 20 aprile 1999*, Milano, 2000, 185; l'A. precisa che «il tempo può essere utilmente pensato come una dimensione del comportamento: se è vero, come è vero, che l'esperienza giuridica è esperienza di comportamenti regolati, il tempo è per essa rilevante nella misura nella quale esso sia dimensione dell'inerzia o dell'azione e dunque di stati del comportamento individuale».

⁴⁷⁰ In argomento, di recente, v. G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, 86-90. Che il c.d. *whitewash* sia strumentale ad evitare «pregiudizi “selettivi” o “disproporzionali” ai soci di minoranza», è messo in luce da F. GUERRERA, *I rimedi tra effettività della tutela e stabilità del deliberato assembleare*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 369-370, il quale non esclude che «anche al di fuori delle società aperte, dovrebbe ritenersi che il sistema del c.d. *whitewash* possa estendersi a determinate fattispecie anche su base statutaria, malgrado la regola di tendenziale inderogabilità (in diminuzione) dei *quorum* assembleari, ove si consideri che la stessa legge ammette che la scelta personale del socio di “astensione motivata” dalla sussistenza di un conflitto d'interessi possa incidere su di essi (art. 2368, ult. comma, c.c.). Anzi, più in generale, il processo di formazione delle decisioni sociali potrebbe

L'alienazione divisata cela un intento elusivo del meccanismo del *tag-along*, così da stroncare gli abusi potenzialmente insiti nel trasferimento azionario⁴⁷¹.

essere utilmente piegata allo stesso scopo su base volontaria: si pensi, ad esempio, alla possibilità per gli amministratori di formulare proposte di deliberazione “condizionate” all'approvazione di *una parte* dell'azionariato, *qualitativamente* selezionata sul piano degli interessi soggettivi». Cfr. anche M. NOTARI, *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, in AA.VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 397 ss.

⁴⁷¹ Sulla pervasività dei principi di cui agli artt. 1175-1375 c.c. anche in ambito societario, cfr. E. FREGONARA-A. MONTEVERDE, *L'abuso del diritto nelle società di capitali*, in *Giur. it.*, 2015, 737 ss.; R. RORDORF, *Il diritto esorbitante: abuso del diritto, abuso del processo, abuso del concordato*, in *Fallimento*, 2020, 1201-1203.

CAPITOLO III

LA CIRCOLAZIONE DI PACCHETTI AZIONARI DI RIFERIMENTO: LE CLAUSOLE DI CAMBIO DI CONTROLLO

SOMMARIO: 1. Genesi, funzioni e ambito di applicazione delle clausole di cambio di controllo. - 1.1 La ricostruzione del *change of control* come fenomeno di importazione. - 1.2 La struttura delle clausole di *change of control*. - 1.3 I rapporti tra cambio di controllo e limiti convenzionali alla circolazione delle azioni: il caso della prelazione statutaria. - 2. Cambio di controllo ed effetti del trasferimento delle partecipazioni delle società socie. - 2.1 L'avallo della giurisprudenza. - 2.2 Il riconoscimento della prassi notarile. - 3. Cambio di controllo e meccanismi di disinvestimento. - 3.1 (*segue*) Il versante statutario. - 3.2 (*segue*) Il versante parasociale. - 3.3 (*segue*) I possibili strumenti atipici di *exit*. - 3.4 La configurabilità del cambio di controllo e della conversione azionaria senza fuoriuscita dalla compagine sociale. - 4. La tipizzazione normativa delle clausole di cambio di controllo. - 4.1 Cambio di controllo e cc.dd. *loyalty shares*. - 4.2 Cambio di controllo e *crowdfunding*.

1. Genesi, funzioni e ambito di applicazione delle clausole di cambio di controllo.

Se è vero che «ogni enunciato su ciò che è, e ciò che potrebbe essere, implica una scelta, una prospettiva, un'angolatura⁴⁷²», la lente attraverso la quale deve ora analizzarsi il riassetto della proprietà azionaria attuato mediante peculiari congegni negoziali è quella delle clausole cc.dd. di cambio di controllo ("*change-of-control*", "*change-in-control*" ovvero "*change-of-ownership*"), che trovano il loro terreno elettivo nelle società di capitali partecipate, a propria volta, da enti societari. Le riflessioni finora svolte hanno fatto emergere che molteplici sono le tecniche contrattuali volte ad attuare un nuovo assetto proprietario⁴⁷³ all'interno delle società azionarie; alcune,

⁴⁷² Lo osserva U. ECO, *Sull'essere*, in *Kant e l'ornitorinco*, Milano, ed. riveduta 2016 (1996), 61.

⁴⁷³ Si pensi, tra le tante, a quelle forme partecipative che perseguono un riassetto della proprietà azionaria mediante il coinvolgimento più esteso dei dipendenti dell'azienda stessa; cfr. A. BORRONI, *Problemi e prospettive dell'inquadramento giuridico degli schemi ESOP di partecipazione azionaria nell'ordinamento italiano*, in *Dir. rel. ind.*, 2010, spec. 256 ss.; nonché, per i principali fautori di tale meccanismo nella letteratura straniera: S.J. WESTENDORF, *Compensation through Ownership: The Use of the ESOP in Entrepreneurial Ventures*, in *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, vol. 1, 195; S.F. REID-M.L. O'CONNOR - S.J. SHAPIRO, *The Valuation of Employee Stock Options Issued by Closely Held Firms*, in *Journal of Legal Economics*, 2006, vol. 13, n. 19.

al pari della covendita, delineano veri e propri strumenti di *exit* societario attivo, altre, invece, si limitano ad attuare una riorganizzazione della proprietà azionaria che transita attraverso la necessaria dismissione delle partecipazioni. La costante, però, risiede nel fatto che non si tratta di vicende traslative neutre per le strutture corporative dell'ente, siccome interessano partecipazioni in grado di veicolare il controllo⁴⁷⁴. Nella accezione "circolatoria" di controllo, giova precisarlo, si presume in via assoluta l'attualità del suo esercizio⁴⁷⁵, pur nella differente fenomenologia che esso assume⁴⁷⁶, sebbene in questa sede si muova dal presupposto che le clausole di cambio di controllo non vertano sul c.d. controllo contrattuale (art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.). In via di prima approssimazione, può affermarsi che le clausole di cambio di controllo vengono impiegate in ambito societario in quelle ipotesi in cui sia essenziale, ai fini della sopravvivenza del rapporto sociale, la conservazione della struttura proprietaria e/o gestionale di un determinato socio⁴⁷⁷, così come esistente al momento, di solito, della costituzione della società comune⁴⁷⁸. Il *change of ownership* quindi si risolve nella previsione di clausole idonee a determinare lo scioglimento dei contratti di cui è parte la società, in caso di mutamento del controllo⁴⁷⁹: ci si interroga, però, se il medesimo effetto possa realizzarsi pur in assenza di una espressa pattuizione che disciplini il *change of control*; ebbene, per quanto la questione

⁴⁷⁴ La circolazione delle partecipazioni che, di contro, non veicolano il controllo è al centro dello studio di M.C. CORRADI, *Le partecipazioni societarie che non veicolano il controllo: riflessioni di economia e diritto antitrust*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 363 ss. cui si rinvia anche per la comparazione condotta con l'ordinamento statunitense.

⁴⁷⁵ Si veda sul punto M. STELLA-RICHTER JR., *"Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci*, cit., 81 ss., testo e n. 12, e 90.

⁴⁷⁶ Imprescindibili sono le riflessioni di A.B. LEVY, *Private corporations and their control*, London, 1950, *passim*; D.C. BAYNE, *A Philosophy of Corporate Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1963, vol. 112, spec. 29 ss; A.A. BERLE JR., *"Control" in Corporate Law*, in *Columbia Law Review*, 1958, vol. 58, 1212 ss.

⁴⁷⁷ Cfr. V. MONTANI, *Il project financing. Inquadramento giuridico e logiche manutentive*, Torino, 2018, 145-146.

⁴⁷⁸ Così C. DI BITONTO, *Le clausole di "cambio-di-controllo nel prisma dell'ordinamento italiano: profili contrattuali e societari*, in *Società*, 2020, 415.

⁴⁷⁹ Accennano a tale definizione: M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione "di controllo" e garanzie contrattuali*, cit., 284; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., 396; B. PICHARD, *Cession et acquisition d'entreprises commerciales*, Paris, 1998, 261.

abbia ricevuto soluzioni di segno diverso, soprattutto negli ordinamenti in cui tali clausole si sono diffuse negli ultimi decenni⁴⁸⁰, la tesi negativa sembrerebbe da preferire in primo luogo a causa dell'impatto organizzativo ed economico che esse determinano. Non può tacersi come, una volta che non sia più utilmente perseguibile la prosecuzione dell'attività sociale con l'originaria compagine, la soluzione più lineare – in assenza di diversa previsione statutaria - sembrerebbe quella dello scioglimento dell'ente, mentre le clausole in esame sortiscono l'effetto esattamente opposto. A tale dato empirico si aggiungono poi ragioni di certezza delle negoziazioni che verrebbero giocoforza frustrate ove il cambio di controllo costituisse un evento sopravvenuto in grado di determinare una nuova articolazione della struttura soggettiva della società senza che, però, di tale opzione siano al corrente coloro i quali in quella società abbiano deciso di investire; le distorsioni, ove si ammettesse la possibilità di prescindere da una espressa previsione statutaria sono fin troppo evidenti e, comunque, alimenterebbero controversie pregiudizievoli sia per gli equilibri corporativi dell'ente sia, soprattutto, per la valorizzazione delle partecipazioni sociali.

Benchè si tratti di problemi ricorrenti in ogni operazione di *sale of control*⁴⁸¹, la gestione di tale vicenda attraverso meccanismi negoziali *ad hoc* induce a chiedersi se, poiché alla base del *change of ownership* vi sono rapporti contrattuali intercorrenti tra la società ed un socio, la portata soggettiva della fattispecie non valga in effetti ad escludere

⁴⁸⁰ Cfr. D. MANGUY, *Cession de contrôle et sort des contrats de la société cédée*, in *Rev. Soc.*, 1996, 28 ss., ad avviso del quale lo scioglimento di un contratto con la società, per effetto del mutamento del suo socio di controllo, può verificarsi anche in assenza di una specifica clausola in tal senso. La dottrina tedesca, allineata sulla stessa posizione, è richiamata da M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione "di controllo" e garanzie contrattuali*, cit., 284, nt. 235.

⁴⁸¹ Tra gli studi più significativi: A. HILL, *The Sale of Controlling Shares*, in *Harvard Law Review*, 1957, vol. 70, 986 ss.; R.W. JENNINGS, *Trading in Corporate Control*, in *California Law Review*, 1956, vol. 44, 1 ss.; A.A. BERLE, *The Price of Power: Sale of Corporate Control*, in *Cornell Law Quarterly*, 1965, vol. 50, 628 ss.; D.C. BAYNE, *The Sale of Control Premium: the Disposition*, in *California Law Review*, 1969, vol. 57, 615 ss.; R.J. SANTONI, *Developing Duties of Controlling Shareholders and Appropriate Restraints of the Sale of Corporate Control*, in *Securities Law Review*, 1979, vol. 11, 113; per un più ampio quadro comparatistico C. LEMPEREUR, *Cessions de majorité et protection des actionnaires minoritaires en droit comparé*, in *Rev. prat. sociétés*, 1978, 91; B. OPPETT, *Les cessions de droit sociaux: emportant le transfert du contrôle d'une société: essai de synthèse*, in *Rev. sociétés*, 1978, 631.

(quasi per definizione) ogni sua rilevanza nella società; così non è perché, per quanto attinenti a vicende che riguardano il socio (*recte*, la società socia), l'applicazione delle clausole di cambio di controllo si riverbera sugli interessi sociali degli altri soci. È sufficiente pensare come sia determinante, nella dimensione collettiva dei rapporti di forza endosocietari⁴⁸², che la posizione del socio si caratterizzi per la sua partecipazione alla struttura di potere (es. nomina e revoca degli amministratori, capacità di concorrere all'approvazione delle proposte in materia di bilancio, distribuzione dell'utile ed eventuali autorizzazioni al compimento di atti gestionali ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5 c.c.)⁴⁸³, pur senza estremizzare l'idea – che si faceva spazio soprattutto nella dottrina tedesca di epoca post weimariana – per la quale «solo chi può guadagnare influenza sull'andamento degli affari sociali e opporsi a comportamenti contrari all'interesse sociale è socio⁴⁸⁴». Se dunque, alla base di questa impostazione, vi è la nozione, di ascendenza weberiana, della c.d. *Machtlage*⁴⁸⁵, devono ora delimitarsi le vicende modificativo-traslative della titolarità della proprietà azionaria all'interno delle quali le clausole di controllo sono destinate

⁴⁸² Per le molteplici declinazioni del tasso di plutocrazia nelle dinamiche delle società azionarie, v. L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997, 103 ss.; G. ACERBI, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in *Riv. soc.*, 1997, 284

⁴⁸³ Punto di emersione di tale impostazione è la priorità logica e giuridica che, per effetto della partecipazione alle assemblee sociali, viene attribuita al voto. Cfr. E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, 140 ss., testo e nt. 161; ID., *Società, contratto a prestazioni corrispettive e dividendo come frutto civile*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1962, I, 552 («la partecipazione al voto è quindi l'elemento centrale della partecipazione in senso logico-concettuale, in senso giuridico, in senso pratico, intorno al quale ruotano gli altri elementi della partecipazione che per la presenza di di questo elemento diventa partecipazione sociale»). Sul tema, per ulteriori indicazioni bibliografiche, v. M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, cit., 19 ss.

⁴⁸⁴ K. WIELAND, *Handelsrecht*, II, München-Leipzig, 1931, 184.

⁴⁸⁵ M. WEBER, *Economia e Società. La città*, a cura di W. Nippel, trad. it. di M. Palma, Roma, 2003, 171, traduce con «rapporti di forza»; ID., *Economia e società. Sociologia politica*, trad. di F. Casabianca e G. Giordano, Torino, 1999³, 429 traduce con «rapporto di potenza»; da ultimo, per un interessante contributo alla delimitazione della nozione, cfr. M. BASSO, *Potere tradurre. Un confronto con la traduzione weberiana*, in *Filosofia politica*, 2012, 316-317, il quale osserva che «*Macht* è un concetto molto ampio, che designa una serie indeterminata di situazioni nelle quali l'intreccio tra volontà, gruppi, ambiti, sfere produce un rapporto, uno scontro, un equilibrio, una costellazione. Il suo ambito di significazione risulta adeguato all'utilizzo in situazioni in cui lo scontro non è definibile, è in movimento, oppure il cui ambito di influenza non è circoscrivibile *a priori*».

ad operare. Esse si configurano come un tassello del più ampio fenomeno della personalizzazione delle partecipazioni sociali⁴⁸⁶ e costituiscono un'ipotesi di singolare rilevanza della composizione soggettiva della compagine sociale che, secondo l'opinione tradizionale, assumerebbe importanza soltanto nelle società di persone⁴⁸⁷. Come si vedrà, le clausole di cambio di controllo sono asservite al perseguimento di finalità eterogenee, tra le quali si annoverano, in quanto di più frequente verifica, l'applicazione o la disapplicazione di vincoli ai trasferimenti della partecipazione azionaria (*in primis*, nei casi di prelazione statutaria) attuati da uno o più soci e la cessazione della partecipazione in società di uno o più soci, in un'ottica di accelerazione della fuoriuscita dalla compagine⁴⁸⁸.

Non deve infatti trascurarsi che in vicende simili l'alienante ha interesse a disfarsi della sua partecipazione e anche a versare un corrispettivo superiore rispetto al valore reale della stessa, ricevendo come contropartita da parte dell'acquirente la liberazione giuridica da pesi, oneri, rischi che la permanenza in società gli procura e, soprattutto, gli procurerà⁴⁸⁹.

Allo stato, nel nostro ordinamento, le clausole di *change of control* sono state oggetto di una tipizzazione frammentaria e ipersettoriale, ma è ragionevole prevedere che la

⁴⁸⁶ Cfr. G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali, cit.*, 202, il quale afferma la fallacia dell'impostazione che vedrebbe la s.r.l. caratterizzata dalla centralità del socio e la s.p.a. connotata dall'asserita spersonalizzazione dell'azione.

⁴⁸⁷ Si veda, in argomento, S. PATRIARCA, *Le società di persone come oggetto di controllo societario*, in *Società*, 2006, 940 ss., il quale suggerisce di ritenere sussistente il controllo in capo al soggetto (i) al quale spetti esprimere l'amministratore unico della società, ovvero (ii) che sia titolare di quota attributiva della partecipazione maggioritaria agli utili (*recte*: di partecipazione agli utili che consenta le decisioni nell'ipotesi di cui all'art. 2258, comma 2, c.c.) in caso di amministrazione pluripersonale retta dalla regola della maggioranza. L'A. esclude che possa configurarsi in capo a uno dei soci un ruolo dominante quando l'amministrazione pluripersonale sia declinata (iii) secondo il sistema della congiuntività e organizzata con la regola dell'unanimità ovvero (iv) secondo il sistema della disgiuntività.

⁴⁸⁸ Si veda C. DI BITONTO, *Le clausole di "cambio-di-controllo" nel prisma dell'ordinamento italiano: profili contrattuali e societari, cit.*, 415.

⁴⁸⁹ Cfr. G. SANTINI, *Della compravendita a carico del venditore e di altri scambi anomali con natura di servizi*, in *Contr. e impr.*, 1987, 419, ove si osserva che «il "facere", la prestazione costituente quel servizio, non sarà più pulizia materiale degli spazi fisici di controparte, ma di pulizia giuridica, cioè la liberazione da responsabilità e debiti verso terzi», cui si rinvia anche per l'accostamento (criticabile) del contratto di acquisizione di azioni all'appalto di servizi.

loro portata si espanderà in una triplice direzione: a) riorganizzazione della proprietà azionaria in un'ottica di predisposizione successoria; b) trasferimento del controllo di società in crisi, in funzione dell'aumento della contendibilità; c) operazioni straordinarie.

Quanto alla prima direttrice, le clausole di *change of ownership* potranno agevolare tutte quelle operazioni, finalizzate al cambio di controllo della società, che si inscrivono in un più ampio disegno di pianificazione successoria o, comunque, di passaggio generazionale⁴⁹⁰, in un'ottica che affida al mercato – e non agli istituti del diritto

⁴⁹⁰ In argomento, v. L. SAMBUCCI, *Controllo delle imprese e oggetto del patto di famiglia*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, I, 233 ss.; l'A. rileva che «i riferimenti alla «azienda» e alle «partecipazioni societarie» contenuti nell'art. 768-bis, c.c., sembrerebbero, allora, dover essere intesi in un significato coerente con le finalità della relativa disciplina. La funzione sistemica della disciplina impone di individuare questo significato nel «controllo» delle imprese individuali (che coincide con la titolarità delle aziende) e di quelle esercitate in forma societaria. Il patto di famiglia realizza, in questo ordine di idee, la funzione economico individuale di trasferire il controllo di imprese individuali o societarie. La prospettiva non è nuova. Al controllo come oggetto di contratti allude (già da oltre dieci anni) l'art. 91 t.u.f., che affida alla Consob il compito di promuovere efficienza e trasparenza del relativo mercato. Senza dire, poi, che l'acquisto del controllo è fenomeno contemplato espressamente dalla legge da tempo ancora più risalente. La nozione deve essere precisata. È noto, infatti, che di controllo è possibile parlare in una pluralità di accezioni. Decisiva, ai fini che qui interessano, è la circostanza che l'art. 768-bis c.c., menzioni (in relazione al trasferimento dell'azienda) «l'imprenditore». La qualifica suppone l'attualità dell'esercizio dell'impresa e – a causa della già rilevata omogeneità delle situazioni oggetto del patto – sembra indizio della necessità, in ogni caso, che al momento dell'atto l'alienante eserciti effettivamente l'influenza che il controllo gli consente. Così inteso, il modello legale sembra offrire risposta completa al tipo normativo di problema enunciato. Più precisamente, esso non solo consente la riallocazione del controllo di imprese in ambito familiare, ma attribuisce rilievo normativo alle condizioni di efficienza di tale vicenda. Il riferimento al controllo si presta, infatti, a essere utilizzato quale criterio di selezione delle imprese nelle quali il disponente esercita effettivamente un ruolo diretto nella gestione: le sole, come detto, nelle quali il trasferimento intergenerazionale costituisce alternativa razionale alla cessione sul mercato», *ivi*, 242-243. Più di recente, v. C. LIMATOLA, *Dai patti di famiglia alle clausole statutarie sulla successione delle partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 726 ss., il quale però nota che sebbene «l'indicazione posta dalla norma al trasferimento d'azienda [possa] condurre a ritenere che la legge, nel riferirsi alla trasmissione delle partecipazioni, abbia voluto intendere esclusivamente la quota di controllo, in quanto fenomeno analogo alla cessione del complesso aziendale» non esclude che anche una partecipazione minoritaria, quando non rispondente a mere finalità di investimento, sia in grado di attribuire al suo titolare un'influenza significativa e, in quanto tale, possa essere oggetto di cessione mediante patto di famiglia, *ivi*, 729; O. CAGNASSO – M. QUARANTA, *Profili della circolazione mortis causa delle azioni e delle quote di s.r.l.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2016, 7 ss.; A. BUSANI, *L'agevolazione per il passaggio generazionale delle azioni e delle quote di partecipazione al capitale di società*, in *Società*, 2018, 1353 ss. Che il patto di famiglia non esaurisca la sua utilità nella soluzione dei conflitti fra gli eredi ma concorra ad accrescere il valore dei cespiti trasmessi

successorio – la riallocazione della titolarità dell’azienda al venir meno dell’imprenditore; e ciò soprattutto in quei casi in cui la vicenda traslativa, a causa del connesso potere di gestione, interseca l’interesse sovraindividuale alla conservazione della destinazione dei beni produttivi e alla massimizzazione del loro valore⁴⁹¹.

Quanto alla prospettiva della crisi d’impresa, l’impiego delle clausole di cambio di controllo concorrerebbe ad implementare il c.d. mercato dell’insolvenza favorendo le soluzioni negoziali alla liquidazione giudiziale dell’impresa⁴⁹²; per altro verso, la previsione di una clausola di *change of control* in quest’ambito costituisce un ulteriore fattore in grado di orientare non solo la scelta delle banche nella direzione della eventuale concessione di credito ad un’impresa il cui dissesto non sia ancora irreversibile⁴⁹³ ma anche la predisposizione di strumenti concordatari o di accordi

è rilevato da G. RECINTO, *Patto di famiglia e liquidazioni operate dal disponente*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, 172; A.L. BONAFINI, *Il patto di famiglia tra diritto commerciale e diritto successorio*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1204 ss.

⁴⁹¹ Per l’analisi delle istanze di maggiore efficienza allocativa del controllo rispetto al trasferimento endofamiliare dello stesso, è d’obbligo il rinvio agli studi di S. GROSSMAN-O. HART, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, in *Journal of Political Economy*, 1986, vol. 94, 691 ss.; O. HART, *An Economist Perspective on the Theory of the Firm*, in *Columbia Law Review*, 1989, vol. 89, *passim*; O. HART-J. MOORE, *Property Rights and the Nature of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, 1990, vol. 98, 1119 ss. Nell’esperienza italiana, F. BARCA, *Imprese in cerca di padrone. Proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Roma-Bari, 1996.

⁴⁹² Cfr. M. RANIELI, *Proposte di concordato preventivo concorrenti, trasferimento del controllo ed esenzione dall’obbligo di opa per salvataggio “ostile”*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 59 ss. Si veda anche il parere *pro veritate* di L. GUGLIELMUCCI, *Liquidazione dell’attivo fallimentare che preveda il conferimento dell’azienda in una new co e la successiva vendita dell’intero pacchetto azionario*, in *Contr. e impr.*, 2008, spec. 555. Per l’idea che «i “creditori” come “investitori” non-voting, privi di diritto di voto, cui è consentito esporsi ad una leva finanziaria potenzialmente illimitata giacché essi sono comunque posti in grado di “riacquistare il diritto di voto” grazie a quel fondamentale meccanismo di ultima istanza quale si è rivelato il dispositivo di change of control “fallimentare”, che essi sono sempre e strutturalmente in condizione di “attivare” allorquando (per via dell’insolvenza) il “rischio” si sposti dal finanziamento in *equity* al finanziamento in *debt*. In una parola: la disciplina fallimentare funziona come meccanismo di riattivazione di una sorta di diritto di voto quiescente», cfr. E. BARCELLONA, *“Control enhancing mechanisms” e “governance” della società a responsabilità limitata*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 506.

⁴⁹³ R.K. RASMUSSEN, *Taking Control Rights Seriously*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2018, vol. 166, 1753; l’A. osserva che «by having a “change of control” provision, the bank can assess whether it has the same level of comfort with the new team or whether it wants to terminate the relationship» e lamenta una ingiustificata disattenzione del diritto dell’insolvenza alle clausole di *change of ownership*,

con finanziatori, a tacere del fatto che la predeterminazione di un simile meccanismo consentirebbe già di selezionare le parti in grado di massimizzare il valore dell'impresa nella quale possono scegliere di entrare. Che una simile opzione negoziale risponda ad interessi apprezzabili anche in tale settore è evidente, non convince però la coercibilità di simili meccanismi in sede fallimentare e, a parere di chi scrive, i dubbi relativi all'*enforcement* di tali clausole costituiscono il principale freno al loro inserimento in statuto.

Quanto al piano delle operazioni straordinarie, è chiaro che le implicazioni del *change of control* non possono essere compiutamente sviscerate in questa sede, anche in ragione della vastità del campo di indagine e dell'impossibilità di condurre un discorso unitario; non vi è dubbio che l'elemento comune a trasformazione, fusione e scissione coincide con l'effetto modificativo della struttura delle società o delle imprese coinvolte ma, onde evitare di cadere in ambiguità, deve chiarirsi che non ogni modificazione della struttura integra un'operazione straordinaria. È stato autorevolmente osservato che «non esiste una definizione porfiriana di operazione straordinaria che obblighi per il principio di non contraddizione a escludere che talvolta le operazioni che ci interessano conducano all'estinzione del rapporto sociale tra i soci, oppure alla discontinuità di determinati rapporti economici: tutto ciò non è determinato da una legge di natura, le cui uniche eccezioni potrebbero derivare da interventi d'autorità o da consenso unanime. Tutta la disciplina è «artificiale», nel senso che la legge potrebbe anche prevedere operazioni straordinarie in cui non vi è semplice modifica, ma estinzione del rapporto tra i soci, e la sostituzione del rapporto tra i soci con un nuovo rapporto tra altri soci⁴⁹⁴»; da questo angolo visuale, è proprio l'alterazione strutturale della società che esse vanno

il cui potenziale nell'ambito della crisi di impresa sembra sottovalutato; cfr. S.R. COHN, *Tender Offers and the Sale of Control: An Analogue to determine the Validity of Target Management Defensive Measures* in *Iowa Law Review*, 1981, vol. 66, 486, «through provisions in loan agreements requiring acceleration of loans in the event of any change in control of the borrowing corporation. Acceleration may cause a substantial drain upon working capital of the target corporation, thus giving pause to potential acquirors».

⁴⁹⁴ Testualmente, M.S. SPOLIDORO, *Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 294.

a determinare che consente di attribuire alle clausole di cambio di controllo un ruolo nella razionalizzazione degli assetti organizzativi. Si pensi al caso in cui la fusione si realizzi tra società di cui una detenga direttamente o indirettamente l'intero capitale di tutte le altre e che, a sua volta, rinvenga la sua fonte in un cambiamento di controllo avvenuto in precedenza o contestualmente alla fusione (art. 2501- *bis* c.c.); in ipotesi del genere, è evidente che l'origine della concentrazione tra imprese è riconducibile al *change of ownership*, non alla fusione in quanto tale⁴⁹⁵.

1.1 La ricostruzione del *change of control* come fenomeno di importazione.

Il ritardo con il quale le clausole di *change of control* sono state oggetto di attenzione nel nostro ordinamento si deve principalmente al fatto che la loro elaborazione nei sistemi di *common law* ne ha impedito un recepimento immediato e privo di adeguamenti, specie perché il loro spettro applicativo presenta non poche interferenze con la disciplina dei *trust* o di altri strumenti proprietari⁴⁹⁶; si tratta di fattori che pesano in negativo sui tentativi di ricostruire in termini organici tali

⁴⁹⁵ Indicativi sono alcuni precedenti, in tema di operazioni straordinarie, venuti all'attenzione della dottrina statunitense: cfr. *Paramount Comm'ns Inc. v. QVC Network Inc.*, 637A.2d34, 46 (Del.1994) (*change in control* realizzatosi in una società che prima della fusione non aveva azionisti di controllo, ma li avrebbe avuti una volta che l'operazione concentrativa si fosse compiuta); *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 182–85 (Del. 1986) (ove viene in rilievo che una fusione che si compie in una società avente azionisti di controllo può integrare un evento di *change of control* soggetto a un controllo giudiziale rafforzato, in quanto si tratta di vicende assoggettate alla *business judgment rule*); in dottrina, J.D. COX – R.S. THOMAS, *Delaware's Retreat: Exploring Developing Fissures and Tectonic Shifts in Delaware Corporate Law*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2018, vol. 42, 331-333. Da ultimo, per la ricostruzione della portata della *business judgment rule*, v. *In re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litigation*, C.A. No. 12711-UCS (Del. Ch., Mar. 28, 2018); cfr. M.L. PASSADOR, *Appunti sulla nozione di controllo nella giurisprudenza statunitense: la decisione della Court of Chancery del Delaware in Tesla*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 417 ss. Da ultimo, si veda il lavoro di F.M. SBARBARO, *Private enforcement e judicial scrutiny nel trasferimento del controllo societario*, Padova, 2019, spec. 34 ss.

⁴⁹⁶ La questione è particolarmente avvertita negli USA, come testimonia un caso peculiare, fondato sulla affermata prevalenza delle normative sulle *corporations* a discapito di quelle sul *trust*, che ha condotto alla declaratoria di illegittimità costituzionale di una legge del Kansas, con la quale si era imposta la devoluzione del patrimonio ospedaliero ad una neocostituita *foundation* in caso di *change of control* di una *nonprofit corporation*. Lo riferisce A. LAUDONIO, *La trasformazione delle associazioni*, Padova, 2013, 108, nt. 157; sul punto, v. anche A.R. PALMITER, *Duty of obedience: the forgotten duty of U.S. Corporate Law*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 436 ss.: ad entrambi si rinvia per ulteriori riferimenti alla dottrina straniera.

clausole e impongono di ricorrere al metodo comparatistico per delimitarne la portata e vagliarne la tenuta una volta che siano trapiantate in un contesto diverso da quello in cui sono state originariamente coniate⁴⁹⁷, mettendone in evidenza snodi e raccordi⁴⁹⁸. La dottrina americana che si è occupata del tema ha fin da subito posto in evidenza che la previsione in statuto di clausole siffatte soddisfa lo scopo di un ordinato disinvestimento della partecipazione più di quanto non sia in grado di fare la disciplina pubblicistica dettata in tema di contendibilità del controllo societario⁴⁹⁹, dal momento che l'autonomia collettiva dei soci può anche impedire «*any change in control whether or not connected with a corporate exit that is potentially costly to third parties*»⁵⁰⁰; nondimeno, l'introduzione di una clausola di *change of ownership*⁵⁰¹ potrebbe anche essere espressiva non solo del diritto della minoranza ad ottenere la propria porzione del premio di controllo, ma anche di un intento conservativo degli assetti proprietari esistenti ove la clausola stessa venisse declinata in termini di strumento di coercizione indiretta al verificarsi di mutamenti della compagine sociale⁵⁰². Nella sua formulazione basilare, una clausola di *change of control* risulta così definibile: «*a change*

⁴⁹⁷ Sul metodo comparatistico, non può prescindere dalle pagine di T. ASCARELLI, *Interpretazione del diritto e studio del diritto comparato*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, 157 ss., nelle quali si legge: «ecco perché l'osservazione comparativistica permette spesso di cogliere la fungibilità funzionale di istituti strutturalmente diversi (o viceversa) in relazione alla diversità degli ambienti, né occorre perciò aggiungere che uno studio comparativistico limitato alla struttura dei vari istituti può essere fonte di equivoci. Ecco perché lo studio comparativistico permette di rendersi conto del cammino - diverso - attraverso il quale vengono raggiunte soluzioni identiche o della diversità di soluzioni pur argomentate dalla stessa norma, date appunto le diverse premesse alle quali si rifà l'interprete».

⁴⁹⁸ La gradualità del procedimento interpretativo è, da ultimo, al centro dell'illuminante saggio di V. CARIELLO, *Ascarelli e la comparazione come "attuazione di un progetto ermeneutico"*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 303 ss.

⁴⁹⁹ In argomento, si veda lo studio di N. LEECH, *Transactions in Corporate Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1956, vol. 104, 725 ss., che molto ha influenzato le riflessioni dottrinali successive.

⁵⁰⁰ Così H.N. BUTLER – L. E. RIBSTEIN, *The Contract Clause and the Corporation*, in *Brooklyn Law review*, 1989, vol. 55, 800.

⁵⁰¹ Per una sistematizzazione della *relation of ownership*, v. D. C. BAYNE, *The definition of corporate control*, in *Saint Louis University Law Journal*, 1965, vol. 9, 449.

⁵⁰² Cfr. T.L. HAZEN, *Transfers of corporate control and duties of controlling shareholders-common law, tender offers, investment companies-and a proposal for reform*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1977, vol. 125, 1063, cui si rinvia anche per la casistica richiamata.

of control is defined as an outside party's acquisition of a certain percentage of stock or as a change in the composition of the board of directors»

In ogni caso, si tratta di meccanismi che impattano sulla *governance* e sugli assetti corporativi dell'ente e l'attivazione degli stessi non è priva di conseguenze per gli equilibri di forza interni alla compagine azionaria⁵⁰³; infatti, poiché tali clausole assumono un peso specifico ancora più elevato nell'ambito di un fenomeno di gruppo, stante la forma di integrazione strutturale per la quale le distinte società hanno optato, è sorta la necessità di elaborare strumenti compensativi a tutela degli azionisti esterni, anche perché, atteso che la posizione di controllo può caratterizzare in termini peculiari i rapporti tra il socio e la società, fino a giustificare un trattamento differenziato rispetto agli altri soci, si fa più incisiva l'esigenza di rispettare gli interessi della società e degli altri soci⁵⁰⁴. Rispondono a tale finalità i cc.dd. *golden parachutes* destinati ad attivarsi al verificarsi di un cambio di controllo⁵⁰⁵ ed asserviti al perseguimento della più ampia finalità di riduzione degli *agency costs* che ogni operazione di mutamento del controllo tende ad amplificare⁵⁰⁶. Non è un caso che gran parte dell'elaborazione dottrinale in tema di *change of ownership* si sia concentrata proprio sulle contromisure da adottare per evitare che un evento del genere concorra a diminuire il valore stesso della società (emblematico è il rilievo per cui la previsione

⁵⁰³ Per un'indagine di taglio empirico, si veda il recente lavoro di G. RAUTERBERG, *The Separation of Voting and Control: The Role of Contract in Corporate Governance*, 2020, <https://ssrn.com/abstract=3637204>; J.E. FISCH, *Private Ordering and the Role of Shareholder Agreements*, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 20-48, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 538/2020, <https://ssrn.com/abstract=3667202>.

⁵⁰⁴ Cfr. J. DAMMANN, *The controlling shareholder's general duty of care: a dogma that should be abandoned*, in *University of Illinois Law Review*, 2015, 493-496.

⁵⁰⁵ Si veda K.C. JOHNSEN, *Golden Parachutes and the Business Judgment Rule: Toward a Proper Standard of Review*, in *The Yale Law Journal*, 1985, vol. 84, 909, nt. 2: «definitions of the "change of control" that triggers a golden parachute or makes operative the change-of-control provisions of a regular employment contract fall into two basic categories: those defining a change in the company's status (often called change-of-control clauses), and those defining a change in the protected executive's status (often called termination clauses)».

⁵⁰⁶ Sul tema, cfr. R.J. GILSON – J.N. GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, in *Columbia Law Review*, 2013, vol. 113, 889 ss.

di una clausola di cambio di controllo condiziona di molto le negoziazioni⁵⁰⁷), soprattutto in quei casi in cui gli azionisti di minoranza – anche se titolari di voti di incidenza risibile – corrano il rischio di perdere il loro *status*.

Si tratta di istanze che rilevano anche in quei casi in cui gli assetti proprietari della società si configurano per la ricorrenza di una *economic ownership* che fuoriesce dalla *disclosure* associate alla detenzione di *informal voting rights* (si tratta di una situazione riassumibile nella formula di una “*de facto ability to acquire votes if needed*”⁵⁰⁸) e che, in quanto tale, si declina in termini di *hidden morphable ownership*⁵⁰⁹.

Le indicazioni che provengono dalla comparazione⁵¹⁰ consentono anche di valutare i rapporti del *change of control* con un altro fenomeno di importazione che, come

⁵⁰⁷ AA.VV., *Controller confusion: realigning controlling stockholders and controlled boards*, in *Harvard Law Review*, 2020, vol. 133, 1720: «transaction planners also face greater uncertainty in assessing whether a transaction results in a change of control, an event that both is priced into a transaction and influences whether transaction planners continue to pursue a transaction at all. A controlling stockholder’s involvement in a company, such as when a merger results in a corporation having a controlling stockholder, can constitute a “change of control” or “sale of control”. In this context, directors are “charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company.” Furthermore, many contractual agreements, such as employment contracts for executives, may also include a change-of-control provision granting third parties the right to receive payments or terminate the agreement in the event of a change in control. Debt instruments may also contain “poison puts” that allow debtholders to sell their bonds back to the issuing corporation at a predetermined price in the event of a change of control. Even if these contracts and instruments define change of control, the gulf between contractual definitions and the courts’ interpretation more broadly may widen».

⁵⁰⁸ Tale situazione, riconducibile al fenomeno dell’interposizione reale di fatto, è stata esaminata in dottrina da H.T.C. HU – B. BLACK, *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Journal of Corporate Finance*, 2006, vol. 13, 343 ss.

⁵⁰⁹ Cfr H.T.C. HU – B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *California Law Review*, 2006, vol. 79, 811; ID., *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, in *The Business Lawyer*, 2006, vol. 61, 1011; ID., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *Journal of Corporate Finance*, 2007, vol. 13, 343; M. KAHAN – E.B. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, Faculty Scholarship at Penn Law, 2008, 164. Sul tema, nella nostra dottrina, v. M. GARGANTINI, *Identificazione dell’azionista e legittimazione all’esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012, 151 ss., nonché N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e «proprietà nascosta» di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 312, spec. 313 ss.

⁵¹⁰ T. ASCARELLI, *Interpretazione del diritto e studio del diritto comparato*, cit., 170 ss.: «la vecchia analogia del diritto comparato col viaggio, quando spogliata da quell’immagine di cosmopolitismo alberghiero colla quale la si suole, a volte, connettere (e che finisce allora per dar luogo, nella migliore ipotesi, a quello che, altre volte, ho chiamato il metodo statistico del diritto comparato, ridotto allora a

osservato, ha forse segnato la definitiva fuoriuscita dei sindacati azionari dalla fase preistorica⁵¹¹ che li caratterizzava nel nostro ordinamento: si allude al *voting trust*⁵¹², le cui fortune negli Stati Uniti risalgono già ai primi anni del Novecento⁵¹³. Tale formula⁵¹⁴ ricomprende gli accordi con i quali alcuni soci di una società costituiscono un *trust* strumentale a disciplinare l'esercizio del diritto di voto dei soci stessi in assemblea e trasferiscono al *trust* stesso le proprie partecipazioni societarie⁵¹⁵; la cessione si snoda in due sequenze: l'atto istitutivo del *trust* e il successivo atto di conferimento delle partecipazioni societarie in *trust*⁵¹⁶. La rilevanza della figura in punto di riassetto della proprietà azionaria si giustifica perché, tramite questa modalità, si determina lo spossessamento da parte dei soci delle proprie partecipazioni, le quali transitano nella titolarità del *trustee*, il quale sarà legittimato all'esercizio dei diritti sociali secondo le indicazioni contenute nell'atto di *trust* e

quell'utile - ma spesso fallace - elenco di disposizioni in colonne parallele che costituisce per l'indagine un prezioso strumento, ma non perciò una conclusione) conserva un grande fondo di verità».

⁵¹¹ Secondo l'espressione di L. MENGONI, *Rassegna di dottrina italiana e straniera*, in *Riv. soc.*, 1957, 796-797.

⁵¹² L'insuccesso delle proposte legislative che ne caldeggiavano l'introduzione nel nostro ordinamento è richiamato da G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, cit., 122-124 e 149 ss.

⁵¹³ Fra i lavori monografici v. H.A. CUSHING, *Voting Trusts. A Chapter in Recent Corporate History*, New York, 1915; ID., *Voting Trusts. A Chapter in Modern Corporate History*², New York, 1927; J.A. LEAVITT, *The Voting Trust. A Device for Corporate Control*, New York, 1941. Tra gli altri contributi: S. E. BALDWIN, *Voting Trusts*, in *Yale Law Journal*, 1891, vol. 1, 1 ss.; E.A. HARRIMAN, *Voting Trusts and Holding Companies*, in *Yale Law Journal*, 1904, vol. 13, 109; I. M. WORMSER, *The legality of voting trusts and pooling agreements*, in *Columbia Law Review*, 1918, vol. 18, 123; M. SMITH, *Limitations on the validity of voting trusts*, in *Columbia Law Review*, 1922, vol. 22, 627.

⁵¹⁴ Sulla pervasività dei *trust* in ambito societario e, più in generale economico (anche in una prospettiva storica), si rinvia agli studi di R. EDWARDS – N. STOCKWELL, *Trusts and Equity*⁶, London, 2004, 56 ss.; nella letteratura nordamericana: J. H. LANGBEIN, *Secret life of Trusts: The Trust as an Instrument of Commerce*, in *Yale Law Journal* (1997), vol. 107, 165 ss.; nonché, per la tassonomia dei *trust* impiegati in ambito commerciale, S.L. SCHWARCZ, *Commercial Trusts as Business Organizations: Unraveling the Mystery*, in *The Business Lawyer*, 2003, vol. 58, 563-564.

⁵¹⁵ C. GRASSETTI, *Trust anglosassone, proprietà fiduciaria e negozio fiduciario*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, 548 ss.; in dottrina, M. STELLA RICHTER JR., *Il trust nel diritto italiano delle società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, I, 483-484.

⁵¹⁶ In argomento, G. SEMINO, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Milano, 2003, 238 ss.; più in generale, C. CERONI, *Simulazione e patti parasociali*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1990, 1148; F. GALGANO, *Il paradosso dei sindacati di voto*, in *Contr. e impr.*, 1995, I, 65.

concordate dai disponenti⁵¹⁷; inoltre, ove venga in rilievo l'evento attivatore del *change of ownership*, il *trustee* potrebbe dover chiedere il consenso di terzi prima del compimento di atti dispositivi⁵¹⁸ e, viceversa, ha diritto di esercitare la prelazione nel caso in cui uno dei soci disponenti intenda cedere il proprio *trust certificate*, senza che una simile scelta entri in conflitto con gli interessi della società al cui capitale appartiene il pacchetto azionario detenuto dal *trustee*. Anzi, se è innegabile che il *voting trust* rappresenta uno dei metodi più immediati e comodi per porre il controllo di una società nelle mani di un gruppo ristretto di soggetti, la sua finalità di stabilizzazione degli assetti proprietari e di governo della società⁵¹⁹ sembra persino implementata ove esso si abbinì a una clausola statutaria di *change of control*, la cui finalità conservativa della struttura societaria non pare revocabile in dubbio.

⁵¹⁷ Per la definizione dei tratti essenziali della figura, v. D. SCARPA, *Regolazione contrattuale del patto parasociale tra collegamento negoziale e autonomia privata*, cit., 598-599.

⁵¹⁸ Per l'assimilazione funzionale - quanto alla comune finalità di controllo del processo deliberativo assembleare - del *voting trust* alle clausole di covendita, cfr. D. SCARPA, *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, in *Contr. e impr.*, 2011, 1561-1563.

⁵¹⁹ Cfr. G. SEMINO, *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in M. MONEGAT - G. LEPORE - I. VALAS, *Trust. Applicazioni nel diritto commerciale e azioni di tutela dei diritti in trust*, II, Torino, 2008, 49 ss.

1.2 La struttura delle clausole di change of control.

La fenomenologia delle clausole di cambio di controllo è molteplice⁵²⁰ ed è influenzata dalle diverse manifestazioni del controllo societario⁵²¹; la *ownership clause* segna infatti il “luogo” statutario in cui si radica una rappresentanza di interessi antagonistica rispetto al capitale di controllo⁵²².

Normalmente, la pattuizione di clausole di cambio di controllo⁵²³ include una serie di eventi: (i) la cessione diretta o indiretta (anche tramite fusione di più società) del

⁵²⁰ Tra le varianti più ricorrenti è possibile annoverare i seguenti schemi negoziali: 1) la parte di una *joint venture* concede all'altra parte il duplice diritto di esercitare un'opzione *put* o una opzione *call*; l'esercizio di dette opzioni è condizionato a che si verifichi un cambio di controllo all'interno della parte che concede il relativo diritto, ovvero che uno dei suoi attuali soci dismetta la propria quota di capitale a un soggetto privo di *standing* professionale; 2) nell'ambito di una *joint venture* i soci regolamentano le conseguenze di un eventuale cambio di controllo che dovesse interessare uno di loro, che a sua volta rivesta forma di società di capitali; 3) nell'economia di un'operazione di *development capital*, il socio finanziario di minoranza si tutela per il caso di cessione del controllo da parte degli azionisti industriali di maggioranza; 4) nell'ambito di una *joint venture*, i soci di minoranza ricevono tutela per il caso di *change of control*, mediante la concessione di un'opzione *put*, esercitabile al *fair market value*. Per una accurata raccolta di materiali contrattuali e per le tecniche di redazione delle clausole di cambio di controllo, cfr. D. PROVERBIO, *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*, cit., 229-232; v. P. DIVIZIA, *Patto di opzioni put and call*, in *Notariato*, 2017, 343 ss.

⁵²¹ Cfr. M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 463, secondo il quale «la pluralità delle definizioni di controllo non dovrebbe impedire di riconoscere in esse degli epifenomeni».

⁵²² Il germe di tale antagonismo si rintraccia già in G. FERRI, *La tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Dir. e prat. comm.*, 1932, I, 732 ss. Da ultimo, per una inversione di prospettiva cfr. V. CARIELLO, *A favore di un riequilibrio tra tutela (diritti) dei soci non di controllo e tutela (diritti) dei soci di controllo (nelle sole società controllate c.d. di diritto)*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 249 ss., ad avviso del quale la tutela del socio di controllo non suona più come un ossimoro; nonché M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni “orizzontale”*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, spec. 144 ss.; tra gli Autori stranieri, per la visione c.d. idiosincratia del controllo, R.J. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard L. Rev.*, 2006, vol. 119, 1656; Z. GOSHEN-A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in *The Yale L. Jour.*, 2015, vol. 125, 594 («While recognizing the importance of minority protection, our theory also underscores the importance of allowing controllers to pursue their idiosyncratic vision. Thus, we argue that controlling shareholders' rights play, and should play, a critical role in corporate law»).

⁵²³ Istruttivo in tal senso è il recente caso deciso dalla Court of Chancery del Delaware – *Gerald Kallick v. SandRidge Energy, Inc., et al.*, C.A. No. 8182-CS, 2013 – March 8, 2013, di cui si dà notizia in *Riv. dir. soc.*, 2012, 862 ss.; si tratta di una pronuncia che ha confermato la chiara propensione delle Corti del Delaware a proteggere con fermezza le prerogative azionarie da tentativi espliciti o impliciti di condizionamento da parte del *management* e a vagliare con particolare rigore ogni decisione consiliare

pacchetto azionario di maggioranza ad un soggetto diverso dall'azionista di controllo al momento dell'emissione dei titoli; (ii) la cessione d'azienda o di una parte dei beni aziendali che sostanzialmente rappresentino l'azienda nella sua interezza⁵²⁴ (*all or substantially all of the assets*); (iii) la messa in liquidazione della società; (iv) nel caso in cui l'emittente sia una società quotata, l'elezione di una maggioranza di amministratori diversa dalla maggioranza di amministratori in essere al momento dell'emissione dei titoli o dalla lista di amministratori proposta o "approvata" dal consiglio in carica al momento dell'emissione dei titoli⁵²⁵.

Rispetto alla formulazione della pattuizione⁵²⁶, è auspicabile che essa sia il più possibile dettagliata perché, talvolta, ad essa si abbina una clausola risolutiva espressa

che sia anche solo in apparenza mirata alla conservazione del controllo societario nelle mani degli amministratori in carica. In tale controversia è emerso infatti che i contratti che regolano l'emissione di titoli obbligazionari a lungo termine di società di capitali contengono di solito una clausola che obbliga l'emittente a riacquistare le obbligazioni a un prezzo pari al 101% del loro valore nominale al verificarsi di certi eventi che provocano un "cambiamento nel controllo" (*change of control*).

⁵²⁴ Cartina di tornasole di tali ambiguità è rappresentata dal fatto che mentre in giurisprudenza si sostiene che la liberalità dell'azienda debba considerarsi come una liberalità d'immobile – poiché l'universalità che caratterizza l'azienda non potrebbe tollerare la concomitante applicazione del criterio dettato per i beni mobili e immobili - la liberalità delle partecipazioni sociali deve considerarsi come una liberalità di mobili. Tali oscillazioni emergono con chiarezza in una recente pronuncia della Suprema Corte secondo cui «la quota di società è soggetta a collazione per imputazione, prevista dall'art. 750 c.c. per i beni mobili, poiché - non conferendo ai soci un diritto reale sul patrimonio societario riferibile alla società, che è soggetto distinto dalle persone dei soci - attribuisce un diritto personale di partecipazione alla vita societaria. La collazione della quota di azienda, che rappresenta la misura della contitolarità del diritto reale sulla "*universitas rerum*" dei beni di cui si compone, va compiuta, invece, secondo le modalità indicate dall'art. 746 c.c. per gli immobili, sicché - ove si proceda per imputazione - deve aversi riguardo al valore non delle singole cose, ma a quello assunto dalla detta azienda, quale complesso organizzato, al tempo dell'apertura della successione»: così Cass., 17 aprile 2019, n. 10756, in *Notariato*, 2020, 413 ss., con nota parzialmente critica di V. BARBA, *La collazione di partecipazioni societarie*.

⁵²⁵ Gli eventi che concretamente possono determinare il *change of control* sono riportati nel caso *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334 (Del. 1987); nonché nelle decisioni *Paramount Communications, Inc. v. Times, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990) e *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994). Cfr. G. NUNZIANTE, *Vendita di azioni e trasferimento del controllo di società negli Stati Uniti*, cit., 113, il quale apprezza il *modus procedendi* delle Corti americane che «senza isterilirsi in vane ricerche, hanno infatti accertato caso per caso, nelle controversie sottoposte al loro giudizio, se realmente il potere di controllo fosse passato dall'una all'altra delle parti nella compravendita delle azioni e in virtù di questa».

⁵²⁶ Sul punto non vi sono definizioni univoche, ma la *change of control clause* è stata a più riprese definita come «a contractual provision which gives a party to an agreement enhanced protection if the

di rapporti negoziali in essere con la società proprio per il caso di c.d. *change of control* del capitale; in sostanza, la posizione del socio diviene ontologicamente rilevante anche nel caso che egli non sia direttamente parte del contratto interessato dallo scioglimento, poiché questo detta una disciplina che è a favore del terzo (il socio) e che ricollega alle sue azioni (la volontà di cedere il capitale) conseguenze giuridiche peculiari⁵²⁷.

In tale solco, per evitare che la clausola disciplini in maniera puntiforme le conseguenze del riassetto della proprietà azionaria e i relativi eventi attivatori, dovrebbe anche chiarirsi in quale misura il soggetto alienante di azioni non interamente liberate possa svincolarsi dagli obblighi di residuo apporto, anche in ragione delle implicazioni legate alla successione dell'acquirente nella posizione del cedente verso la società una volta che il cambio di controllo si sia verificato; lo snodo essenziale della questione attiene al fatto che il trasferimento di titoli azionari non è in grado di attuare la circolazione di debiti⁵²⁸ e da tale assunto scaturisce la necessità di inquadrare le conseguenze della inattuazione del conferimento⁵²⁹. Dall'art. 2356

controlling shareholding of the other party is transferred. In commercial contracts a change of control clause will often give the party who is not subject to a change in ownership the right to terminate the agreement in the event of a change of control of the other party».

⁵²⁷ Non a caso, alcune Corti statunitensi, nell'ipotesi in cui vi fosse stato un *change of control* della società, affermavano l'esistenza di un dovere in capo agli amministratori di ricercare l'offerta che nel breve periodo si fosse rivelata essere la più vantaggiosa per gli azionisti. Cfr. Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del.1986).

⁵²⁸ In argomento, N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., 129 ss., il quale traccia un quadro delle varie ricostruzioni proposte (obbligazione *propter rem*, tesi negoziale). L'A., coordinando le norme di cui all'art. 2356 c.c. e l'art. 2354, n. 4, c.c., propende per la soluzione «più ovvia», e cioè che «l'acquirente di azioni non interamente liberate viene a rispondere in via principale dell'obbligo di conferimento ancora sulle stesse pendente quando è posto in condizione di conoscere dell'esistenza di un residuo debito d'apporto», *ivi*, 131.

⁵²⁹ In giurisprudenza, per l'inderogabilità dell'efficacia traslativa del consenso, ove questa sia strumentale all'attuazione di un particolare assetto negoziale, e per la corrispondente impossibilità di coniare un parallelo modello reale atipico, cfr. Cass., 26 gennaio 1996, n. 611, in *Giur. comm.*, 1996, II, 651 ss., con nota di M. MALTONI, *Consensualità del contratto di sottoscrizione e qualificazione giuridica dell'obbligo di versamento contestuale dei tre decimi: spunti di riflessione*; nonché, in *Riv. dir. comm.*, 1997, II, 457 ss., con nota di L. FARENZA, *Sulla natura giuridica della sottoscrizione del capitale sociale*. Per un'analisi più ampia, G.B. PORTALE, *Principio consensualistico e conferimento di beni in società*, in *Riv. soc.*, 1970, 933 ss., secondo il quale le ragioni alla base della refrattarietà alla deroga all'art. 1376 cod. civ. si rinvencono nella «vecchia idea secondo cui il principio della tipicità dei diritti reali implicherebbe quello della tipicità della fonte negoziale» e nell'«erroneo convincimento che ogni deroga al principio consensuali-

c.c. emerge, così, una limitazione di responsabilità che attenua la posizione dell'alienante⁵³⁰, subordinando la coobbligazione solidale alla previa infruttuosa richiesta all'acquirente del titolo⁵³¹ e che, in mancanza di una norma *ad hoc*, troverebbe soluzione attraverso i meccanismi comuni che regolano la successione nel debito (accollo esterno e delegazione); in sostanza, considerato che l'obiettivo avuto di mira dal legislatore consiste nell'integrale versamento del capitale sociale⁵³², la deroga alla disciplina ordinaria si spiega soltanto per attuare la "conversione" dell'originario obbligo di conferimento in un peculiare meccanismo di rafforzamento e garanzia dello stesso, che si attualizza in capo al nuovo titolare della partecipazione⁵³³.

stico debba necessariamente implicare il compimento di un atto traslativo astratto», *ivi*, 938 ss., spec. nt. 63. La derogabilità del principio consensualistico è ammessa invece da A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in Trattato *Cicu-Messineo*, Milano, 1984, 316, cui si deve il rilievo per cui tale principio non coinvolge valori inderogabili né tantomeno distilla un criterio logico o tecnico assoluto, ma solo una regola pratica. Più di recente, v. F. DELFINI, *Principio consensualistico e autonomia privata*, in *Riv. dir. priv.*, 2013, 189-190.

⁵³⁰ Di questo avviso anche M.S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, *cit.*, 280 ss.

⁵³¹ Risulta invero controverso se la norma preveda un vero e proprio beneficio di preventiva escussione in favore dell'alienante oppure un onere di preventiva richiesta; per tutti, v. G.F. CAMPOBASSO, *Coobbligazione cambiaria e solidarietà disuguale*, Napoli, 1974, 297 ss.; ID., *Fallimento della società per azioni ed esecuzione dei conferimenti in denaro*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, I, 535 ss., cui si rinvia anche per gli accenni ai lavori preparatori che hanno preceduto l'introduzione della norma in discorso.

⁵³² Che la regola sia dettata a garanzia della corrispondenza tra capitale reale e capitale nominale è evidenziato da G.L. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, *cit.*, 201; F. D'ALESSANDRO, *Fattispecie e disciplina del titolo azionario*, *cit.*, 501; D. SABBATINI, *La circolazione delle partecipazioni azionarie in una prospettiva comparatistica*, *cit.*, spec. 558 ss., cui si rinvia anche per i richiami ad altri ordinamenti. In giurisprudenza, v. App. Bologna 21 novembre 1935, in *Foro it.*, 1936, 712 ss. con nota di G. FERRI, *Incidenza delle obbligazioni sociali nei rapporti tra cedente e cessionario di quota sociale*. In senso contrario, invece, si sostiene che l'art. 2356 c.c. risulta applicabile a condizione che dal contesto letterale del titolo si evinca la circostanza del mancato versamento (cfr. G. FERRI, *La teoria «realistica» dei titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1972, I, 46).

⁵³³ In argomento, v. N. DE LUCA, *Appunti su titoli di credito nominativi e azioni*, *cit.*, spec. 364-366; I. KUTUFÀ, *Azioni non emesse e autonomia nella circolazione*, *cit.*, 166 ss., secondo il quale, in ipotesi di «situazione oggettiva di apparenza creata dalla società con le sue inesatte annotazioni [...] pare [...] prevalere l'esigenza di tutela di una situazione di buona fede, giustificata dall'apparenza imputabile (esclusivamente) alla società. [...] Soccorre la constatazione che, in un caso del genere, l'esigenza di diritto societario di garantire l'integrità del capitale non è (del tutto) disattesa, posto che la società conserva la pretesa nei confronti dell'alienante e mantiene, quindi, la possibilità di recuperare le somme (realmente) dovute dal debitore originario».

Sarebbe altresì auspicabile, in un'ottica deflattiva del contenzioso, che nella formulazione della clausola si disciplinassero espressamente criteri di quantificazione e modalità di corresponsione dell'eventuale premio di maggioranza⁵³⁴ pattuito per effetto del mutamento del controllo: è intuitivo che i prezzi delle azioni di società non quotate identificano sempre un valore aggregato in quanto oggetto della negoziazione è un pacchetto azionario (c.d. *controlling block*), poiché l'assenza di un mercato regolato impedisce di individuare il prezzo unitario della singola frazione⁵³⁵. È però chiaro che il premio di maggioranza può trovare applicazione solo quando un altro socio (o, se previsto, un terzo) si trovi a superare una soglia partecipativa rilevante⁵³⁶, con esclusione del costo corrispondente per la società; non coglie neppure nel segno l'obiezione secondo la quale anche l'acquisto da parte della società potrebbe determinare, sebbene indirettamente, il consolidamento della posizione dei soci rimasti all'interno della compagine rispetto alle s.p.a. chiuse; prova ne è che le azioni proprie continuano a computarsi ai fini del calcolo delle maggioranze richieste per la validità della costituzione e delle deliberazioni dell'assemblea (cfr.: art. 2357-ter, comma 2, c.c.), proprio al fine di evitare che la decisione di investire in proprie azioni rappresenti uno strumento volto

⁵³⁴ Per una chiara individuazione delle situazioni rilevanti ai fini della determinazione del premio di controllo, cfr. A. CALABRESE, *Rescissione per lesione e alienazione di pacchetto azionario "strategico"*, in *Contr. e impr.*, 2002, 523 ss., (l'A. enuncia schematicamente questi casi: a) pacchetto di maggioranza assoluta; b) pacchetto di maggioranza relativa; c) pacchetto minoritario di rilievo; c1) partecipante al controllo *pro tempore*; c2) non partecipante al controllo; d) pacchetto di peso trascurabile). Per un inquadramento di teoria generale, si veda A.A. BERLE, *The Price of Power: Sale of Corporate Control*, in *Cornell Law Quarterly*, 1965, vol. 50, 628 ss.

⁵³⁵ Per le ragioni economiche sottese al riconoscimento del premio di controllo, si veda G.E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, cit., 1461-1463.

⁵³⁶ La previsione di una soglia partecipativa rilevante vale a perimetrare quelle «posizioni soggettive sulle quali incide in modo più chiaro e diretto [...] il carattere essenziale e tipico della partecipazione capitalistica: la variabilità quantitativa dell'impegno contrattuale della parte, e cioè il variare dei pesi e dei vantaggi in modo proporzionale e discreto, secondo i multipli di un'unità minima, di un *quantum* appunto di partecipazione»; in termini, F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 126. Valgano, in proposito, le osservazioni di G. IUDICA, *Il prezzo nella vendita delle partecipazioni azionarie*, cit., 759-761, il quale opportunamente ribadisce come non possa comunque configurarsi un diritto soggettivo pieno dell'acquirente ad ottenere il premio di maggioranza in aggiunta al corrispettivo pattuito.

essenzialmente a consentire all'azionista di riferimento di alterare i rapporti di forza preesistenti attingendo a risorse della società.

1.3 I rapporti tra cambio di controllo e limiti convenzionali alla circolazione delle azioni: il caso della prelazione statutaria.

L'area di operatività più significativa delle clausole di cambio di controllo in ambito societario attiene, come si è anticipato, alle società di capitali partecipate, a propria volta, da enti societari e si estrinseca nell'attitudine a determinare l'attivazione o la disattivazione dei vincoli ai trasferimenti delle partecipazioni azionarie da parte di tutti i soci o soltanto di alcuni, specie ove sia contenuta nello statuto una clausola di prelazione. Tale aspetto presenta una pluralità di risvolti in ragione del concorso e dell'intersezione di molteplici vicende traslative le cui sfere di interferenza devono essere precisate⁵³⁷.

In questi casi, il cambio di controllo si collega, condizionandoli, ai limiti al trasferimento della partecipazione azionaria contemplati dall'art. 2355-*bis* c.c.

Il *change of ownership* può infatti neutralizzare i vincoli statutari alla circolazione delle azioni (es. prelazione, gradimento, divieti temporanei di trasferimento): esso sortisce l'effetto di consentire i trasferimenti azionari (c.d. *permitted transfers*) che un socio abbia disposto in favore di una propria controllata e che, altrimenti, sarebbero stati qualificati anch'essi come un *change of control*; nonostante lo scarso valore euristico della formula, può osservarsi che l'oggetto sul quale la clausola si proietta coincide con i cc.dd. trasferimenti endogruppo in esenzione. La clausola, con maggiore sforzo esplicativo, postula un meccanismo automatico e vincolante di auto-immunizzazione, nel senso che va a ripristinare in capo all'originario socio alienante la preesistente condizione di titolarità della partecipazione allorquando l'acquirente

⁵³⁷ In giurisprudenza, v. Trib. Milano, 2012, in *Lav. giur.*, 2012, 1118, che ha chiarito come «nell'ipotesi in cui si sia di fronte al trasferimento del pacchetto azionario da una società all'altra, non si è in realtà in presenza di un fenomeno traslativo vero e proprio, bensì di una vicenda rilevante solo dal punto di vista della modificazione degli assetti azionari interni ad una società sotto il profilo della loro titolarità, ferma restando la soggettività giuridica di ogni società anche se totalmente eterodiretta».

fuoriesca dal perimetro del gruppo in un momento successivo all'alienazione della partecipazione che abbia beneficiato dell'esenzione.

Al fine di arginare eventuali condotte elusive, la clausola di cambio di controllo non trova applicazione – e dunque la cessione infragruppo torna ad essere assoggettata al vincolo statutario – rispetto a quelle vicende traslative che non ammettano l'apposizione di una condizione risolutiva: emblematico è il caso del conferimento delle azioni da parte del socio a una società che sia dallo stesso controllata.

In senso diametralmente opposto si muove invece l'operatività di una clausola di cambio di controllo riguardante la società partecipante che, a sua volta, sia socia della società partecipata, nel cui statuto è contemplato un vincolo statutario ai trasferimenti partecipativi; in queste ipotesi, l'esistenza di una clausola di *change of ownership* rinsalda ed estende l'applicazione dei vincoli ai trasferimenti partecipativi, assolvendo a quella che la dottrina straniera qualifica come funzione di *control enhancing*. Tale meccanismo di rafforzamento attiene in particolar modo alla clausola di prelazione impropria che eventualmente sia inserita nello statuto della società partecipata da un socio interessato dal mutamento del controllo e concorre a stabilizzare la compagine sociale perché, in realtà, non si assiste ad una violazione frontale del diritto di prelazione nella misura in cui il socio partecipante non cambia e continua a detenere la sua partecipazione nella società partecipata, la cui compagine – però - è solo formalmente inalterata. Ciò significa che, al ricorrere delle condizioni appena richiamate, il *change of control* della società partecipante vale ad innescare un meccanismo di *exit* dalla compagine della società partecipante (volontario o forzoso), anche in funzione antielusiva del vincolo prelatizio⁵³⁸.

⁵³⁸ Per un meccanismo in parte analogo, cfr. Pret. Verona, 18 novembre 1987, *cit.*, che ha riconosciuto la legittimità del trasferimento di un pacchetto azionario ad una società fiduciaria, pur senza il rispetto dell'obbligo di prelazione contenuto nello statuto, sulla base della considerazione che, con il trasferimento in esame, veniva trasferita unicamente la legittimazione all'esercizio dei poteri sociali e non anche la proprietà sui titoli; nei confronti della società e degli altri soci rileva unicamente la circostanza che la proprietà delle azioni è stata ceduta ad un terzo. In realtà, una simile soluzione può facilmente rivelarsi elusiva del vincolo prelatizio poiché, in qualunque momento, il negozio fiduciario potrebbe essere sciolto senza che la società e gli altri soci ne abbiano notizia o possano opporsi.

Del resto, la valorizzazione della finalità propria della clausola di prelazione dovrebbe costituire un criterio orientativo adatto a negare l'operatività del vincolo, in caso, ad esempio, di conferimento delle azioni ad una società interamente posseduta dall'alienante; tale impostazione restrittiva induce a qualificare come vicenda traslativa rilevante non solo tutte le ipotesi che investono il trasferimento, in senso formale, della titolarità della quota, bensì anche quei casi in cui si realizzi un mutamento in senso sostanziale della compagine societaria⁵³⁹.

Il problema di fondo attiene quindi alla possibilità di equiparare, ai fini dell'interpretazione della clausola di prelazione impropria, il cambio di controllo di un socio a una vicenda traslativa della partecipazione sociale; l'inoperatività della clausola di prelazione⁵⁴⁰ fa leva sul fatto che non si verifica un trasferimento in senso tecnico della partecipazione sulla quale insiste il vincolo: le partecipazioni restano in capo allo stesso soggetto, siccome il cambio di controllo investe solo il piano della persona giuridica originariamente socia, rimanendo immutato il soggetto cui è attribuito il diritto di proprietà sulle azioni⁵⁴¹. Da questo angolo visuale, per evitare l'aggiramento del diritto di prelazione, è possibile introdurre in statuto una pattuizione in forza della quale, al verificarsi di un mutamento del controllo di qualunque tipo⁵⁴², diretto o indiretto, di un socio (che sia a sua volta una società)

⁵³⁹ In argomento, Trib. Venezia, 7 novembre 2003, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 688.

⁵⁴⁰ Di segno contrario App. Torino, 1 ottobre 2013, in *Giur. comm.*, 2014, II, 867 ss., con nota di E. BARCELLONA, *Clausola di prelazione e fattispecie elusive: trasferimenti endo-gruppo consentiti e successiva perdita del controllo della società cessionaria*. Nella decisione si legge che «qualora il diritto di prelazione in favore dei soci inserito in uno statuto non sia applicabile 'alle ipotesi di trasferimenti, vendite o cessioni sotto qualsiasi forma ed in base a qualsiasi negozio ... a una o più società controllate direttamente o indirettamente dai soci', salva in ogni caso la sua operatività 'tutte le volte che si tendesse con qualsiasi atto a limitarne la portata o a eluderlo', il giudice è tenuto a valutare nel suo complesso l'operazione che ha determinato la cessione della partecipazione al fine di coglierne l'eventuale finalità». Secondo l'A. «ben potrebbe allora ritenersi che anche in assenza di una clausola statutaria esplicita, anche il cambio di controllo della persona giuridica socia possa essere equiparato in interpretativis ad un trasferimento a terzi rilevante ai fini della prelazione», *ivi*, 875-876.

⁵⁴¹ L'ipotesi è presa in considerazione nella rassegna casistica di D. FORESTA, *La prelazione societaria*, in *Contratti*, 2019, 713; M. MALTONI, *Questioni in tema di prelazione statutaria*. Studio CNN n. 158/2012/I.

⁵⁴² Come osservato da Trib. Milano, 24 luglio 2018, in www.giurisprudenzadelleimprese.it, «è estranea alla posizione di controllo la situazione del socio titolare di un mero diritto di veto: il socio che può impedire all'altro o agli altri di assumere determinate decisioni non controlla la società, perché

della *target company*, è imposto a questo stesso socio di offrire agli altri soci di acquistare la sua partecipazione al capitale della stessa *target company* ad un prezzo da determinarsi di comune accordo tra le parti interessate ovvero, in assenza di accordo, ad opera di un terzo arbitratore. Del resto, la soluzione negativa evita anche abusi connessi alla posizione di un socio che, pur non esercitando direttamente il proprio diritto, approfitti del fatto di esserne titolare per ostacolare la società socia che intende cedere le proprie azioni, restando in ogni caso impregiudicata l'applicazione della regola dell'equa valorizzazione della partecipazione⁵⁴³.

2. *Cambio di controllo ed effetti del trasferimento delle partecipazioni delle società socie.*

È chiaro che il trasferimento di tutte le azioni della società ovvero della sola partecipazione di controllo producono come effetto immediato la mera acquisizione della titolarità della partecipazione, con la conseguenza che il patrimonio della società resta in “proprietà” della società medesima; nondimeno, l'acquisizione di un pacchetto di maggioranza e di una corrispondente posizione significativa nelle deliberazioni dell'assemblea ordinaria determina, di fatto, l'acquisto della società e, correlativamente, del patrimonio sociale (e dell'azienda sociale); a riprova di ciò vi è che larga parte dei trasferimenti non avviene attraverso la cessione di azienda bensì mediante l'alienazione di pacchetti azionari, stante anche la maggiore semplicità, sotto il profilo formale, di questi ultimi.

Rispetto al verificarsi del *change of ownership*, si pone la necessità logica di verificare come si conformi la vicenda traslativa azionaria quando questa interessi

all'opposto, il controllo è integrato dal potere di chi ne sia titolare di imporre agli altri soci le proprie scelte. Riprova evidente dell'assenza di controllo è che [...] l'ipotesi di scioglimento delle società di capitali per impossibilità di funzionamento dell'assemblea ex art. 2484, n. 3, c.c., si verifica proprio, quasi sempre, in questi casi. E l'impossibilità di funzionamento dell'assemblea è segno inequivocabile della mancanza di controllo da parte dei soci».

⁵⁴³ Per un accenno alle varie implicazioni della questione, si rimanda alle riflessioni di D. REGOLI, *Tutela delle minoranze e circolazione del controllo*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Torino, 2018, 177 ss.

partecipazioni delle società socie; si tratta di una questione rilevante non solo per lo spessore teorico che presenta, ma anche per le sue ricadute applicative, e ciò lo si evince dal fatto che sia i rari precedenti di merito resi in argomento sia la recente legittimazione ad opera della prassi notarile si appuntano proprio sul trasferimento delle partecipazioni delle società socie, evenienza il cui verificarsi chiama in causa principi di vertice dell'ordinamento societario (tra tutti, l'alterità soggettiva tra soci e società e la prevalenza dei criteri ermeneutici oggettivi⁵⁴⁴ nell'interpretazione dei materiali statuari) e la cui risoluzione dipende anche dalle impostazioni sostanzialistiche o formalistiche del concetto di persona giuridica cui si intenda accedere. Il quadro è complicato dai diversi contesti nei quali il trasferimento delle partecipazioni delle società socie può verificarsi.

Infatti, nell'eventualità in cui il trasferimento del controllo avvenga dopo un lasso di tempo significativo, che smentisce la possibilità che l'originario trasferimento alla controllata fosse asservito alla successiva cessione (indiretta) delle azioni ad un terzo (tramite cessione del controllo della cessionaria), nessun intento elusivo sembra affiorare, con la conseguenza che il *change of control* risulterà irrilevante ai fini dell'applicazione della prelazione.

Sono proprio le finalità sottese alla prelazione a dover orientare la soluzione nei casi più controversi perché, muovendo dall'assunto che essa consente ai già soci di impedire l'ingresso in società di un terzo pagando lo stesso prezzo offerto da questi (o, se si tratta di prelazione impropria, il prezzo di mercato, nell'importo quantificato da un arbitratore), è autoevidente che l'interesse a controllare gli ingressi nella compagine non ricorre affatto tutte quelle volte in cui il trasferimento venga effettuato a vantaggio di una società controllata dal socio cedente; infatti, alla luce della relazione di controllo, il socio alienante continua ad essere il proprietario

⁵⁴⁴ Per un'impostazione di teoria generale, M. CASELLA, *Il contratto e l'interpretazione*, Milano, 1961, *passim*; G.G. SCALFI, *La qualificazione dei contratti nell'interpretazione*, Milano-Varese, 1962, 88 ss.; diffusamente per un'impostazione favorevole all'applicazione delle regole per l'interpretazione oggettiva stabilite per i contratti (1367-1371 c.c.) anche agli atti costitutivi e statuti delle società, cfr. già G. AULETTA, *Il contratto di società commerciale*, Milano, 1937, 40; G. GORLA, *In tema di interpretazione degli statuti sociali*, in *Temi*, 1946, I, 143 ss.

sostanziale del nuovo titolare apparente, con la conseguenza che nessuna reale modifica della titolarità della partecipazione è stata attuata, siccome la vicenda traslativa si è limitata ad operare un riassetto della forma giuridica del patrimonio del cedente. Si aggiunga poi che, in una vicenda così articolata, alienante e acquirente finiscono per coincidere: da ciò il rilievo per cui il particolare rapporto proprietario intercorrente tra le due parti della vicenda traslativa fa prevalere, sull'aspetto della titolarità formale, quello della sostanziale permanenza - in capo all'originario socio - della signoria sulla partecipazione⁵⁴⁵.

Peraltro, una volta che sia stato operato un determinato trasferimento endogruppo esente da vincolo prelatizio, l'affermazione secondo la quale il successivo *change of control* (non caratterizzato da intenti elusivi) comporti la disapplicazione della clausola di prelazione, potrebbe risultare fondata solo a condizione che si dimostrasse che l'esenzione dei trasferimenti endo-gruppo dalla clausola di prelazione risponda ad un apprezzabile interesse delle parti anche quando il successivo *change of control* sia dalle parti ritenuto irrilevante ai fini dell'applicazione della prelazione⁵⁴⁶.

Diverso discorso andrebbe sviluppato nell'ipotesi in cui l'alienazione mediata delle azioni sottoposte a vincolo di prelazione si compia non per effetto del trasferimento a una società controllata - in seguito oggetto di cessione a terzi - , ma privando la persona giuridica socia di ogni altro *asset* e lasciando alla stessa soltanto le azioni alienande, in vista del successivo trasferimento ad un terzo acquirente del pacchetto di controllo della medesima società socia. Deve quindi verificarsi se anche il *change of ownership* subito dalla persona giuridica socia possa rilevare ai fini dell'applicazione della clausola di prelazione: la soluzione da preferire sembra essere quella negativa, non appena si noti che la titolarità delle azioni in questione resta salda in capo allo

⁵⁴⁵ In argomento, M. CIAN, *Clausola statutaria di prelazione e conferimento di azioni in società interamente posseduta*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 720.

⁵⁴⁶ Cfr. E. BARCELLONA, *Clausola di prelazione e fattispecie elusive: trasferimenti endo-gruppo consentiti e successiva perdita del controllo della società cessionaria*, *cit.*, 873-874.

stesso soggetto, poiché il riassetto della proprietà azionaria investe esclusivamente la persona giuridica che fosse *ab origine* socia⁵⁴⁷.

Deve ora accennarsi a un aspetto che solo in filigrana si intravede nelle pronunce di merito edite sul tema, e cioè se il riassetto della proprietà azionaria mediante cambio di controllo non vada a schermare la cessione dell'intero compendio patrimoniale, dovendosi valutare l'emersione della «sostanza economica dell'affare al di là della sua veste giuridico-formale⁵⁴⁸».

Può infatti replicarsi che, *prima facie*, la cessione di partecipazioni sociali evoca l'applicazione delle norme dettate in tema di circolazione d'azienda, non solo per le indubbe affinità funzionali, ma proprio a causa della sostanziale identità di oggetto⁵⁴⁹, stante la natura delle prime di beni mediamente attributivi della titolarità del patrimonio sociale e dunque dell'azienda medesima⁵⁵⁰; ad eccezione di casi limite in cui l'oggetto indiretto del contratto ha una rilevanza palese – si pensi, ad esempio all'ipotesi della cessione di un pacchetto azionario totalitario⁵⁵¹ di una società che

⁵⁴⁷ A. DALMARTELLO, *I rapporti giuridici interni nelle società commerciali*, Milano, 1937, 96 ss., secondo il quale «da soluzione del problema dei rapporti interni [...] è sul piano della funzionalità: la società sorge e si pone di fronte ai soci come una entità subiettiva investita di un'azione strumentale e funzionale, indispensabile per l'attuazione unitaria e coordinata del contratto sociale».

⁵⁴⁸ Così M. CIAN, *Società di mero godimento tra azione in simulazione e Durchgriff*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 443.

⁵⁴⁹ In dottrina, G. MARZIALE, *Circolazione delle azioni e trasferimento del patrimonio sociale nell'analisi giurisprudenziale*, in *Scritti di diritto societario in onore di Vincenzo Salafia*, Milano, 1998, 27 ss.; più di recente, G.M. D'AIELLO, *Metonimie e diritto societario (a proposito di acquisto di partecipazioni, vizi dei beni sociali e garanzie implicite)*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 754 ss.

⁵⁵⁰ M. CIAN, *L'azienda tra diritto dei beni e regolazione dei fatti d'impresa – Prolegomena*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 621 ss.; in tempi risalenti, già M. CASANOVA, *Studi sulla teoria dell'azienda*, Roma, 1938; sulla definizione di titolarità dell'azienda, V. SALANDRA, *La rinnovazione del diritto commerciale e il concetto di azienda*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, 225 ss. In dottrina, l'opinione minoritaria per cui la vendita di partecipazioni è assimilabile alla vendita di azienda, specialmente ove si tratti di partecipazioni di controllo o della totalità è stata, più di recente, sostenuta da G. BARALIS, *Vendita di partecipazioni sociali e garanzie convenzionali (con particolare riguardo all'indebitamento). Problemi vari, specialmente di prescrizione e di tecnica notarile*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 625 ss.

⁵⁵¹ Cfr. F. ALTIERI, *Trasferimento del patrimonio sociale mediante cessione della totalità delle azioni*, in *Dir. fall.*, 1941, 373-379; N. GASPERONI, *Vendita del «pacchetto» azionario e trasferimento del pacchetto sociale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1942, 28 ss.; L. ROVELLI, *Natura della vendita del pacchetto azionario*, in *Società*, 1988, 1164.

abbia come unico bene un immobile⁵⁵², ai fini che qui interessano, la questione dell'oggetto del contratto è tanto controversa⁵⁵³ quanto dirimente⁵⁵⁴.

Se non può negarsi che oggetto della compravendita azionaria non è il patrimonio, l'azienda o singoli beni della società, bensì (esclusivamente) l'azione⁵⁵⁵, è evidente che chi cede azioni, seppure si trattasse della loro totalità non cede i beni della società (di cui resta titolare quest'ultima), senza che si attui alcun trasferimento del diritto di proprietà⁵⁵⁶ sui beni costituenti il patrimonio sociale⁵⁵⁷.

⁵⁵² Istruttiva, al riguardo, è la risalente pronuncia di Cass., 3 dicembre 1991, n. 12921, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1992, I, 784 ss., con nota di P. DE MARCHIS, *La cessione di pacchetti azionari e la teoria della presupposizione*; in tale controversia, il titolare dell'intero pacchetto azionario della società negoziava il trasferimento dell'unico cespite patrimoniale della stessa e la Suprema Corte ha risolto in senso positivo l'interrogativo attinente al se la cessione del pacchetto azionario della società proprietaria del panfilo sia strumentale ad ottenere il trasferimento dell'imbarcazione in sé considerata.

⁵⁵³ P. MONTALENTI, *La consulenza tecnica, in arbitrato, in materia di compravendite societarie*, in *Giur. arb.*, 2016, 138.

⁵⁵⁴ Per un'analisi schematica dei vari profili rilevanti, cfr. O. CAGNASSO – M. IRRERA, *Il trasferimento della partecipazione di controllo nelle società di capitali*, cit., 9-17. Lo testimonia, da ultimo, il Lodo arbitrale (Torino), 1 luglio 2013, in *Giur. arbitrale*, 2016, 334 ss., con nota di M. IRRERA, *Oggetto della cessione di partecipazioni sociali ed interpretazione di una clausola di earn out: quando è il venditore ad invocare il collegamento tra oggetto diretto della cessione ed oggetto indiretto*.

⁵⁵⁵ Cfr. già Cass., 1 dicembre 1987 n. 8939, in *Giust. civ.*, 1989, I, 1200, con nota di F. D'ALESSANDRO, *Contratto sociale simulato e «superamento» della personalità giuridica in una sentenza della Corte Suprema*.

⁵⁵⁶ In contrasto con tale ricostruzione si pone la nota decisione di Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, cit.: «de società, ancorché personificate, costituiscono centri di imputazione meramente transitori e strumentali, in quanto le situazioni giuridiche che ad esse vengono imputate sono destinate a tradursi in corrispondenti situazioni giuridiche facenti capo ai singoli membri, i quali finiscono quindi per esserne i titolari effettivi, sia pure “in una maniera specifica”, che vale a distinguerle dalle altre che ad essi competono come individui. Sicché, pur dovendosi escludere che i beni sociali siano nella diretta disponibilità dei singoli soci, [...], deve riconoscersi che la costituzione di una società di capitali non dà luogo alla creazione di nuovi beni, ma costituisce il presupposto per l'istituzione di un diverso regime di utilizzazione dei beni conferiti, senza tuttavia recidere ogni collegamento con i soggetti che hanno loro impresso quella destinazione, in quanto detti soggetti - proprio in virtù di tale atto - diventano membri di una collettività organizzata, acquistando una posizione giuridica che li abilita a partecipare alla gestione collettiva dei beni in questione».

⁵⁵⁷ F. FEZZA, *Spunti per un'indagine sulla vendita dei pacchetti azionari*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 593 ss.; sulla cessione dell'intero capitale sociale, R. ROLLI, *Cessione di partecipazioni societarie e tutela del compratore: aliud pro alium datum?*, in *Contr. impr.*, 1994, 191 s.; L. PONTI, *Cessione di partecipazioni sociali e di aziende. Analogie e differenze*, in *Società*, 1993, 332; A. FIGONE, *Cessione di quote sociali ed oggetto del negozio*, in *Società*, 2000, 1205.

Una diversa ricostruzione non appare percorribile neppure ove si aderisse a una concezione riduzionista della personalità giuridica⁵⁵⁸, nella misura in cui fintantoché la società è un soggetto di diritto autonomo dai soci, della proprietà dei beni sociali (intesa come sintesi delle facoltà dominicali riconosciute dall'art. 832 c.c.) non sono titolari i soci, con la conseguenza che il socio che cede le partecipazioni non vende il bene sociale insieme con, o parallelamente all'azione o alla quota della società.

In sostanza, la successione dell'acquirente nella posizione dell'alienante e l'acquisto di diritti sui beni aziendali⁵⁵⁹ non sono comunque sufficienti a determinare il

⁵⁵⁸ Cfr. F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1992, 122 ss.; A. PINTORE, *Il concetto di persona giuridica nell'indirizzo filosofico analitico*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno. Itinerari della persona giuridica*, Milano, 1982-1983, 721 ss.

⁵⁵⁹ Acquisto di diritti su beni che il compratore potrebbe anche ottenere non come effetto immediato della vendita (*asset deal*) ma come conseguenza riflessa dell'acquisto della titolarità delle partecipazioni della società proprietaria del bene (*share deal*). Tuttavia, la distinzione sbiadisce, almeno sul versante applicativo, alla luce della costante riqualificazione, operata dalla giurisprudenza di legittimità, del trasferimento delle quote rappresentative dell'intero capitale di una società come cessione di azienda, cfr. A. BUSANI, *L'introduzione della norma antielusiva dello Statuto del Contribuente non smuove la Cassazione: continua la riqualificazione dello share deal in asset deal*, in *Società*, 2017, 807 ss.; U. MORELLO, *Il trasferimento di partecipazioni. Interpretazione e abuso del diritto*, in *Notariato*, 2019, spec. 134-137; l'unico precedente edito di segno opposto è Cass., 27 gennaio 2017, n. 2054, *ivi*, 524 ss., con nota di M. GABELLI, *Imposta di registro. La cessione di quote non può essere riqualificata come cessione d'azienda*. Da ultimo, v. V. ALICKOVIC, HC. BRAUWEILER, *Mergers and Acquisitions: Share Deal vs. Asset Deal – Risks and Impediments*, in HC. BRAUWEILER-V. KURCHENKOV – S. ABILOV-B. ZIRKLER, *Digitalization and Industry 4.0: Economic and Societal Development*, Wiesbaden, 2020, 233 ss. A livello pratico, sulle riqualificazioni operate dall'amministrazione finanziaria, emergono molteplici perplessità; lo si evince dallo Studio CNN n. 170-2011/T, a cura di P. PURI, *Sulla riqualificabilità come cessione di azienda della cessione dell'intero capitale di una s.r.l.*: «ancorché da un punto di vista economico si possa ipotizzare che la situazione di chi ceda l'azienda sia la medesima di chi cede l'intera partecipazione, posto che in entrambi i casi si “monetizza” il complesso di beni aziendali, si deve riconoscere che dal punto di vista giuridico le situazioni sono assolutamente diverse. Diversa è la posizione di chi acquisisce una partecipazione da chi acquisisce l'azienda. E ciò in primo luogo dal punto di vista contabile e fiscale: si pensi, ad esempio, al differente regime in tema di iscrizione in bilancio e di determinazione e tassazione di plusvalenze e minusvalenze. Diversi gli stessi effetti negoziali e dunque le ragioni che possono aver determinato le parti a scegliere un tipo invece di un altro». Si taccia dunque di incoerenza la riqualificazione della cessione dell'intera partecipazione come cessione (indiretta) di azienda, sul presupposto che l'ordinamento tributario pone, strutturalmente e fisiologicamente, le due operazioni su un piano di alternatività. V. anche F. GALLIO, *Brevi osservazioni su un caso di cessione totalitaria di partecipazioni senza il trasferimento d'azienda*, in *Boll. trib.*, 2018, 1105 ss.; F. COLLIA – F. ROTONDI, *Sussistenza del trasferimento d'azienda in ipotesi di cessione del pacchetto azionario*, in *Lav. giur.*, 2012, 1118 ss.

superamento dell'alterità della partecipazione rispetto ai beni sociali⁵⁶⁰ né tantomeno a squarciare il velo della personalità giuridica (c.d. *piercing the corporate veil*⁵⁶¹), siccome è proprio la configurazione strutturale degli enti collettivi ad impedire una ricostruzione della partecipazione come forma di contitolarità del patrimonio sociale⁵⁶². Da ciò l'impossibilità di ritenere che l'alienazione della partecipazione

⁵⁶⁰ Cfr. G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, cit., 74: «La prima e fondamentale conseguenza della soggettivazione della società è infatti l'imputazione ad essa delle situazioni giuridiche riassunte nell'espressione patrimonio sociale e tra queste delle situazioni corrispondenti ai conferimenti dei soci. Da tale imputazione discende [...] l'estraneità (giuridica) di tale patrimonio per i soci e la normale indipendenza delle sue vicende dalle vicende del patrimonio di questi».

⁵⁶¹ J. LOWRY, *Lifting the Corporate Veil*, in *Journal of Business Law*, 1983, 41. In argomento, si parla di *disregard*, *piercing* o *lifting the corporate veil*, *Durchgriff*, *Missachtung*, superamento dello schermo societario; la letteratura sul tema è pressoché sterminata, tuttavia tra gli studi più rilevanti si annoverano: R. SERICK, *Forma e realtà della persona giuridica* (1955), trad. it. a cura di M. Vitale, Milano, 1966; P. VERRUCOLI, *Il superamento della personalità giuridica delle società di capitali nella common law e nella civil law*, Milano, 1964; G.L. PELLIZZI, *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1988, 120 ss.; P. MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999; N. ZORZI, *L'abuso della personalità giuridica*, Padova, 2002; M. TONELLO, *L'abuso della responsabilità limitata nelle società di capitali*, Padova, 1999; M. RESCIGNO, *Società per azioni, personalità giuridica e responsabilità dei soci*, in O. CAGNASSO-L. PANZANI (diretto da), *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2012, I, 895 ss.; G. MARZIALE, *Brevi note sul principio della responsabilità limitata nelle società di capitali e sul suo superamento*, in *Foro it.*, 1982, I, 2898; F. GALGANO, *Le insidie del linguaggio giuridico*, Bologna, 2010, 30 ss.; ID., *Struttura logica e contenuto normativo del concetto di persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, 533 ss.; ID., *Le società e lo schermo della personalità giuridica*, in *Giur. comm.*, 1983, I, 5 ss.; V. FRANCESCHELLI – M. LEHMANN, *Superamento della personalità giuridica e società collegate: sviluppi di diritto continentale*, in AA.VV., *Responsabilità limitata e gruppi di società*, Milano, 1987, 71; B. INZITARI, *La vulnerabile persona giuridica*, in *Contr. e impr.*, 1985, 679; P.G. XUEREB, *Il gruppo di società nel diritto inglese*, in *Contr. e impr.*, 1986, 3; A. PELLICANÒ, *Inesistenza e personalità giuridica nella giurisprudenza della Cassazione: il caso della società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 1989, 829; G. VISENTINI, *La teoria della personalità giuridica e i problemi della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1999, 89; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., 227 ss.; M. PALMIERI, *Il persistente abuso dello schermo societario*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 647. Si veda anche l'indagine empirica di R.B. THOMPSON, *Piercing the Corporate Veil: an Empirical Study*, in *Cornell Law Review*, 1991, vol. 76, 1036 ss.; nella letteratura straniera, incline alla progressiva erosione dei principi distillati dalla House of Lords nel *leading case* *Salomon vs. Salomon & Co Ltd* [1897] AC 22, si segnalano i contributi di: T.V. HARRIS, *Washington's Doctrine of Corporate Disregard*, in *Washington Law Review*, 1981, vol. 56, 253 ss.; A. DIGNAM – P.B. OH, *Disregarding the Salomon Principle: An Empirical Analysis, 1885–2014*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2019, vol. 39, 16 ss.; ID., *Rationalising Corporate Disregard*, in *Legal studies*, 2020, vol. 40, 187 ss.; T.K. CHENG, *The Corporate Veil Doctrine Revisited: A Comparative Study of the English and the U.S. Corporate Veil Doctrines*, in *Boston College International and Comparative Law Review*, 2011, vol. 34, 329 ss.;

⁵⁶² È questa la posizione, invero isolata, di R. CALVO, *Il trasferimento della «proprietà» nella compravendita di titoli azionari*, in *Contr. e impr.*, 1993, spec. 1109; la tesi si presta a più di una critica sia per la premessa da cui muove (negazione dell'autonomia soggettiva delle società di capitali) sia per gli esiti cui perviene (acquisto della quota astratta di comproprietà sui beni dell'emittente per effetto

sociale integri una alienazione – sia pur mediata, indiretta, filtrata – di una frazione dei beni sociali⁵⁶³. In realtà, la nota ricostruzione delle partecipazioni sociali come beni di secondo grado si limitava a descrivere un nesso di appartenenza in senso economico, non in senso giuridico, intercorrente tra il socio e i beni sociali⁵⁶⁴, senza prender posizione in ordine alla identificazione della «sostanza giuridica⁵⁶⁵» dell'operazione visto che, da un punto di vista pratico, l'identità di effetti appare lineare, se valutata alla luce dell'autonomia organizzativa che filtra il rapporto soci/patrimonio sociale, potendo al più profilarsi una reazione sanzionatoria ove l'eventuale abuso della personalità giuridica⁵⁶⁶ fosse dimostrato.

È in questa cornice sistematica che deve valutarsi la possibilità di estendere la disciplina della circolazione di azienda al trasferimento di un pacchetto di

dell'intervenuta compravendita dei titoli azionari). In tempi risalenti, v. anche G. BONELLI, *I concetti di comunione e personalità nella teorica delle società commerciali*, in *Riv. dir. comm.*, 1903, 285 ss.

⁵⁶³ Cfr. M. CAMPOBASSO, *Vendita del pacchetto azionario di società in liquidazione per perdite*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, 379, il quale chiarisce che «i beni sociali non sono oggetto di negoziazione ed anzi non subiscono alcuna vicenda traslativa: essi appartengono alla società e non cambiano titolare»; sulla stessa linea, U. CARNEVALI, *Garanzie per vizi dei beni sociali nella cessione di azioni*, in *Società*, 1992, 822 ss.; M. CALLEGARI, *Le clausole relative all'oggetto "diretto" (azioni e quote)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 167 ss.; nonché, in tempi più risalenti, Cass. 28 agosto 1952 n. 2784, in *Dir. fall.*, 1952, II, 473 ss., con nota di F. VALSERRA, *La vendita di quote o di azioni non è vendita dei beni sociali*; F. FRUMIGLI, *La partecipazione sociale come "bene" distinto dalla quota del patrimonio sociale*, in *Corr. giur.*, 1997, 352 ss. Tra le monografie più recenti, P. MAGGI, *I rimedi e le garanzie contrattuali a tutela dell'acquirente di partecipazioni azionarie rilevanti*, Napoli, 2012, *passim*.

⁵⁶⁴ Lo ribadisce, da ultimo, F. MAROTTA, *La Cassazione ritorna sulle garanzie legali e convenzionali nella vendita di partecipazioni «di controllo»: un déjà vu?*, cit., 552.

⁵⁶⁵ Il sintagma è mutuato da V. SALANDRA, nota senza titolo a Cass., 6 agosto 1935, n. 3297, in *Foro it.*, 1936, I, 207: «se le parti prendono immediatamente in considerazione come oggetto diretto del contratto quello che ne è ordinariamente l'oggetto mediato e considerano la vendita delle azioni come un mero strumento formale per conseguire la cessione della totalità o di parte notevole dell'azienda, anche questo oggetto indiretto del negozio diventa giuridicamente rilevante». Detta tesi è stata ripresa più di recente da C.M. BIANCA, *La vendita e la permuta*, I, Torino, 1993, 217.

⁵⁶⁶ In molti ordinamenti, sia di *civil law* sia di *common law*, manca una previsione espressa che sanzioni in via generale il superamento della personalità giuridica. Isolato è l'art. 317 del *code civil du Québec* che nega agli azionisti di far valere il beneficio della responsabilità limitata quando ciò avvenga «pour masquer la fraude, l'abus de droit ou une contravention à une règle intéressant l'ordre public»; lo riporta G.B. PORTALE, *Lezioni di diritto privato comparato*, Torino, 2007, 174, cui si rinvia per ulteriori riferimenti e per le diverse ricostruzioni proposte alla questione degli abusi dello schermo societario (*instrumentality, agency, estoppel, enterprise*), *ivi*, 179-180. Per l'individuazione delle tecniche di tutela recepite nell'ordinamento interno, cfr. A. GAMBINO, *La responsabilità dell'impresa e la gestione*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa*, Milano, 2006, 77 ss.

riferimento⁵⁶⁷ o, comunque, di una partecipazione qualificata⁵⁶⁸, tale da determinare un riassetto della proprietà azionaria.

Si impone in primo luogo un rilievo empirico: deve infatti considerarsi che le azioni che concorrono a formare la partecipazione di un determinato soggetto possono anche rappresentare l'azienda ovvero un ramo di essa, circostanza avvalorata dal fatto che la giurisprudenza tende ad assimilare la cessione del pacchetto maggioritario di azioni o quote (*a fortiori*, la totalità delle azioni) al trasferimento d'azienda ai fini dell'applicazione delle disposizioni inerenti al divieto di concorrenza⁵⁶⁹, alla successione nei contratti e alla sorte di crediti e debiti.

Peraltro, non può trascurarsi che, in linea di principio, anche partecipazioni non di riferimento possono costituire un complesso aziendale se si identificano con il bene fondamentale per l'attività dell'impresa che le detiene⁵⁷⁰; identico discorso potrebbe poi svolgersi nell'ipotesi di partecipazioni avvinte da un nesso funzionale, magari perché sindacate fra le stesse parti, e dunque interessate da un'unica vicenda circolatoria, con la conseguente modifica dell'oggetto sociale dell'impresa antecedente alla cessione⁵⁷¹.

⁵⁶⁷F. DI SABATO, *Cessione di azienda e cessione di pacchetti di riferimento: appunti per una riflessione sulla prassi contrattuale*, in AA.VV., *Impresa e tecniche di documentazione giuridica*, Milano, 1990, 629-642; ID., *Cessione di azienda e cessione di pacchetti di riferimento: appunti per una riflessione sulla prassi contrattuale*, in *Il Contratto. Silloge in onore di Giorgio Oppo*, vol. II, Padova, 1992, 637 ss.

⁵⁶⁸M.T. BIANCHI, *Clausole particolari nel trasferimento di pacchetti azionari di riferimento*, in *Dir. fall.*, 1993, 370 ss.

⁵⁶⁹Cfr. Cass., 16 febbraio 1998, n. 1643, in *Giur. it.*, 1998, 1181 ss.; Cass., 24 luglio 2000, n. 9682, in *Giust. civ.*, 2001, 1033, con nota di M.T. STILE, *Trasferimento di quote sociali e divieto di concorrenza*, nonché in *Foro it.*, 2000, 3116-3119, con nota di R. RORDORF, *Cessione di quote sociali e divieto di concorrenza: il velo societario si fa più trasparente*; tra gli altri: P. AVONDOLA, *Cessioni di quote sociali e divieto di concorrenza*, in *Contratti*, 2001, 179 ss.; L. LONGO, *Cessione di partecipazioni sociali e divieto legale di concorrenza*, in *Notariato*, 228 ss.; G.M. ZAMPERETTI *La cessione delle quote sociali non equivale alla vendita dei beni della società*, in *Società*, 2001, 1355 ss.; U. CARNEVALI, *Cessione di partecipazioni sociali e divieto di concorrenza*, in *Contratti*, 1997, 267 ss. Più in generale, U. MORELLO, *Trasferimenti di azienda e sicurezza delle contrattazioni*, in *Contr. impr.*, 1998, 91 ss.

⁵⁷⁰G.C.M. RIVOLTA, *Gli atti di impresa*, in *Le ragioni del diritto. Scritti in onore di Luigi Mengoni*, II, Milano, 1995, 1615 ss.

⁵⁷¹A meno che *core business* di quella stessa impresa non sia proprio, in via esclusiva, l'attività di investimento-disinvestimento (*bolding*, SGR costituite da soci che apportino anche risorse al fondo comune, imprese bancarie e/o assicurative, società di investimento di *private equity*).

Si tratta di elementi la cui analisi concorre a dimostrare che, sul versante oggettivo, difetta il presupposto per l'operatività della clausola di cambio di controllo perché – come anticipato – resta immutato il soggetto titolare delle azioni e, sul piano soggettivo, emerge che l'ostacolo insuperabile nell'ipotesi di trasferimento delle partecipazioni delle società socie risiede nell'alterità soggettiva della società rispetto ai soci della società-socia⁵⁷² e, di riflesso, nella visione più o meno rigorosa della personalità giuridica che si intende accreditare⁵⁷³.

La soluzione opposta richiamerebbe la teoria elaborata nell'esperienza giuridica tedesca del «superamento della personalità giuridica a fini di imputazione» (c.d. *Zurechnungsdurchgriff*), la quale è stata impiegata, in giurisprudenza⁵⁷⁴, per spiegare la rilevanza delle situazioni di controllo totalitario allo scopo di escludere l'esistenza di una autonomia decisionale del soggetto partecipato: logica conseguenza di tale impostazione è la riferibilità di situazioni giuridiche e, per quanto qui interessa, della titolarità della partecipazione azionaria, direttamente al soggetto che partecipi al capitale sociale⁵⁷⁵. Tale approccio ha costituito anche la base delle rare pronunce edite chiamate a definire vicende in cui il trasferimento avesse ad oggetto la

⁵⁷² F. GALGANO, *Cessione di partecipazioni sociali e superamento dell'alterità soggettiva tra socio e società*, in *Contr. impr.*, 2004, 537 ss.; spunti emergevano già in ID., *Circolazione delle partecipazioni azionarie all'interno dei gruppi di società*, *ivi*, 1986, 357.

⁵⁷³ E. LA MARCA, *Il danno alla partecipazione azionaria*, Milano, 2012, 460 ss.; S. GIULIANELLI, *Alienazione di partecipazioni societarie, autonomia patrimoniale della società e principi di correttezza e buona fede*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, II, 209 ss.

⁵⁷⁴ Cfr. Cass., 13 marzo 2003, n. 3722, in *Dir. fall.*, 2004, II, 410 ss., con nota di A. VISCUSI, *Limiti all'acquisto e alla detenzione di azioni proprie e di società controllante: controllo «indiretto», controllo «esterno» e controllo «sopravvenuto»*; nonché in *Società*, 2003, 824 ss., con commento di V. SALAFIA, *Limiti all'acquisto di azioni emesse dalla controllante da parte della controllata indiretta*; e in *Riv. dir. comm.*, 2003, II, 293 ss., con nota di M. BELLANTE, *Acquisto di azioni da parte della società controllata*, ove si accentua l'accoglimento da parte della Suprema Corte di una generica nozione di "influenza dominante", la quale può essere il risultato di plurimi fattori in combinazione tra loro (rilevante partecipazione azionaria acquisita congiuntamente a determinati vincoli contrattuali). In tempi risalenti, W. BIGIAMI, *Società controllata e società adoperata come "cosa propria"*, in *Giur. it.*, 1959, 623.

⁵⁷⁵ In dottrina, anche per la approfondita disamina comparatistica, v. M. CAMPOBASSO, *L'imputazione di conoscenza nelle società*, Milano, 2002, spec. 185 ss.; G.B. PORTALE, *Il superamento della personalità giuridica*, in ID., *Lezioni di diritto privato comparato*, Torino, 2007, 169 ss.; v., pure, Collegio Arbitrale, 7-12 giugno 2000 (Portale-Bianchi-Sacchi), in *Giur. it.*, 2001, 1207; nonché in *Riv. dir. impr.*, 2003, 15 ss., con nota V.V. CHIONNA, *Patto parasociale stipulato da tutti i soci di una srl e opponibilità alla società*.

partecipazione di controllo delle società socie, la cui soluzione ha ribadito la considerazione estremamente restrittiva del superamento della personalità giuridica⁵⁷⁶ (c.d. *piercing the corporate veil*⁵⁷⁷) nell'ordinamento societario vigente⁵⁷⁸.

2.1 L'avallo della giurisprudenza.

Muovendo dall'assunto che il mutamento del controllo di un socio persona giuridica, non integra alcuna fattispecie traslativa delle partecipazioni sociali, la progressiva legittimazione delle clausole di cambio di controllo nel nostro sistema transita attraverso il riconoscimento – finora piuttosto limitato – della giurisprudenza e della prassi notarile⁵⁷⁹; la distinta soggettività giuridica degli enti societari coinvolti rappresenta, a tal fine, la chiave di volta che ha consentito di coordinare i mutamenti che hanno interessato la compagine sociale per effetto del riassetto della proprietà

⁵⁷⁶ In letteratura, v. P. MANES, *Il superamento della personalità giuridica. L'esperienza inglese*, Padova, 1999; E. COURIR, *Limiti alla responsabilità imprenditoriale e rischi dei terzi*, Milano, 1997; A. DACCÒ, *Alcune riflessioni in merito a recenti orientamenti in materia di gruppi societari nel diritto statunitense*, in *Riv. soc.*, 1997, 159 ss.; F. BENATTI, *L'abuso nel diritto societario: l'esperienza del piercing the veil*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, 201.

⁵⁷⁷ Il *leading case* è *United States vs. Milwaukee Refrigerator Transit Co.* (1905); lo riporta P. VERRUCOLI, *Il superamento della personalità giuridica delle società di capitali nella common law e nella civil law*, *cit.*, 120: «la *corporation* sarà considerata in linea di principio come una distinta entità legale, fino a quando non vi sia sufficiente ragione di ritenere il contrario; ma quando la nozione giuridica sia usata per soprafare gli interessi pubblici, per dare giustificazione a un illecito, per perpetrare una frode o coprire un delitto, allora il diritto considererà la *corporation* alla stregua di un'associazione di persone». A parere di chi scrive, l'osservatorio privilegiato per valutare abusi della personalità giuridica resta il fenomeno della sottocapitalizzazione, espressivo di una violazione del criterio generale che impone alla società di dotarsi di un patrimonio sufficiente al perseguimento dello scopo sociale; si tratterebbe di una violazione tale da consentire ai creditori sociali di rivalersi direttamente sul patrimonio dei singoli soci squarciando il velo societario: per tutti, G.B. PORTALE, *Capitale e conferimenti nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 33. Sul tema, si vedano anche le perplessità espresse da G. MARZIALE, *Recensione a P. Verrucoli, Il superamento della personalità giuridica delle società di capitali nella "common law" e nella "civil law"*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, 242 ss.

⁵⁷⁸ Sull'opportunità del *pass through*, cioè di superare la distinta soggettività di controllante e controllata si veda – in un'ottica evolutiva dei principi enunciati nel caso *Holzmueller* deciso dal BGH il 25 febbraio 1982 – R. WEIGMANN, *L'autorizzazione dei soci della capogruppo per le operazioni finanziarie delle società controllate*, in *Contr. impr.*, 1988, 335 ss.

⁵⁷⁹ Valgano le riflessioni di O.W. HOLMES JR., *The Path of the Law*, in *Harvard Law Review*, 1897, vol. 10, 474-478.

azionaria con la contemporanea presenza di vincoli alla circolazione delle partecipazioni sociali.

Il *leading case* italiano sul tema è rappresentato da una pronuncia di merito⁵⁸⁰ che ha vagliato le interferenze del mutamento di controllo con la clausola di prelazione statutaria, smentendo l'equiparabilità del trasferimento della partecipazione sociale al mutamento del controllo della società partecipante⁵⁸¹, sul presupposto che, sotto il profilo oggettivo, la clausola contenuta nello statuto di una società di capitali, pur individuando un perimetro assai ampio della nozione di trasferimento delle azioni, trova pur sempre fondamento in un negozio che comporti il mutamento della loro titolarità formale e non già delle azioni di altre società; mentre, sotto il profilo soggettivo, i soci della partecipante non possono ritenersi vincolati alle previsioni statutarie della partecipata, perchè ad esse estranei.

In presenza di una clausola di prelazione formulata nel senso che il trasferimento delle azioni doveva ritenersi comprensivo di “tutti i negozi di alienazione nella più ampia accezione del termine”, si attuava la cessione dell'intero capitale sociale di una società (Beta), socia di quella (Alfa) il cui statuto contemplava la clausola di prelazione, ad un'altra società (Gamma); un socio di Alfa, adducendo che rientravano nello spettro di applicazione della clausola statutaria tutte le operazioni che avessero ad oggetto la cessione delle partecipazioni, sia direttamente, sia in via indiretta, per effetto di atti che determinassero il *change of control* della società titolare

⁵⁸⁰ Si allude a Trib. Roma, sez. impr., 9 maggio 2017, ord., in *Riv. dir. soc.*, 2019, 799 ss., con nota di A. GALLEANO, *Brevi note in tema di interpretazione delle clausole di prelazione statutaria*, nonché in *Società*, 2018, 457 ss., con nota di E. CICATELLI, *Note in tema di change of control e margini di operatività delle clausole di prelazione statutaria*, cui sia consentito di rinviare per la ricostruzione dei criteri interpretativi degli statuti di società, *ivi*, 463-465.

⁵⁸¹ Tale soluzione, pur se in una cornice fattuale diversa, era stata avallata nell'ordinanza cautelare di Trib. Milano, 30 maggio 2012, n. 23918 in *giurisprudenzadelleimprese.it*, ove, era stato affermato che non si prevede il sorgere del diritto di prelazione né nel caso di mutamento del controllo del socio né nel caso di mutamento nell'amministrazione del socio; in quella vicenda, si trattava di un fenomeno traslativo non assimilabile ad un trasferimento della proprietà dei beni inclusi nel patrimonio del Fondo, ma semmai al mutamento delle persone degli amministratori; più di recente, Trib. Milano, 10 giugno 2016, in *Giur. it.*, 2017, 1636 con nota di S. LUONI – M. CAVANNA, *La natura del fondo comune di investimento alla prova della clausola di prelazione*, dove si è escluso che il cambio di SGR gestore di un fondo comune integri una vicenda idonea ad attivare il vincolo prelatizio, trattandosi non di una vicenda traslativa bensì di un mero cambio dell'amministratore del fondo.

delle azioni di Alfa, chiedeva che venisse dichiarata l'inefficacia, nei confronti dei soci della società Alfa, della cessione dell'intero capitale sociale della società Beta – socia di Alfa – a Gamma. La domanda del socio è stata respinta sul presupposto dell'impossibilità di parificare la fattispecie del trasferimento della partecipazione sociale al fenomeno “del tutto differente” del mutamento del controllo. Infatti, benché la clausola di prelazione, per l'ampiezza della sua portata, individui un perimetro assai ampio del concetto di trasferimento delle azioni, essa trova pur sempre il proprio fondamento in un atto che comporti il mutamento della titolarità formale di quelle azioni e non già di azioni di altre società.

Nel caso di mutamento del controllo di un socio, al contrario, manca proprio il trasferimento delle azioni, rimanendo immutato il soggetto – persona giuridica – cui è attribuito il diritto di proprietà sulle azioni⁵⁸²; peraltro, la circostanza che la clausola di prelazione esentasse espressamente i trasferimenti a soggetti controllati o controllanti l'azionista alienante⁵⁸³, neppure vale a giustificare una soluzione estensiva⁵⁸⁴, dal momento che in tal caso un trasferimento di azioni comunque si realizza, diversamente da quanto accade nelle ipotesi di *change of control*.

Sul piano dell'estensione soggettiva dell'efficacia delle clausole statutarie, non può farsi a meno di notare che i soci del socio di una società il cui statuto include una clausola di prelazione non possono di certo ritenersi assoggettati alla vincolatività di

⁵⁸² Per un inquadramento dogmatico delle questioni rilevanti, si rimanda alle riflessioni, tutt'ora attuali, di A. DALMARTELLO, *La concezione unitaria della società attraverso i suoi aspetti di contratto, di atto complesso, di persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1933, 264 ss.

⁵⁸³ La teoria delle società commerciali ha progredito e regredito «sciolta dalla teoria generale», e quindi la storia dimostra la «esigenza naturale di una società per l'impresa ad apparire od essere concepita quale unità operante nel mondo del diritto»: cfr. L. MOSSA, *Storia e dogmatica della personalità di diritto della società commerciale personale*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1949, I, 97 ss.; F. CARNELUTTI, *Personalità giuridica e autonomia patrimoniale*, in *Riv. dir. comm.*, 1913, I, 20 ss.

⁵⁸⁴ Di diverso avviso E. BARCELLONA, *Clausola di prelazione e fattispecie elusive: trasferimenti endo-gruppo consentiti e successiva perdita del controllo della società cessionari*, *cit.*, 875, secondo il quale l'esenzione dei trasferimenti endo-gruppo è indice della sicura rilevanza della «proprietà sostanziale» delle azioni; secondo l'A., nell'eventualità di una espressa esenzione dal vincolo prelatizio del conferimento della partecipazione in società interamente controllate, può desumersi che tale *intuitus* sia riferibile non tanto al titolare formale della partecipazione sociale, quanto al soggetto controllante «da scatola giuridica socia».

quello statuto quindi l'esito – a tratti sillogistico⁵⁸⁵ – di tale disamina non può che essere nel senso che la clausola statutaria di prelazione non può in ogni caso vincolare un soggetto totalmente estraneo alla compagine sociale⁵⁸⁶, rispetto al quale le previsioni statutarie sono e restano *res inter alios acta*.

In sostanza, poiché «titolare delle azioni è la società⁵⁸⁷», azionista è la società stessa, non i soci di essa, con la conseguenza che in caso di avvenuto mutamento del controllo vi è quella che, nei sistemi anglosassoni, si definisce assenza di *privity*⁵⁸⁸ tra la società stessa e l'acquirente della partecipazione negoziata; ulteriore argomento che depone nel senso della non operatività della clausola prelatizia in caso di *change of control* proviene dalla tendenziale esclusione dell'intestazione fiduciaria dal novero delle fattispecie traslative rilevanti ai fini dell'applicazione della prelazione: oltre a realizzare a tutti gli effetti un trasferimento della partecipazione, anche questa fattispecie sembra preludere al successivo compimento di ulteriori operazioni poste inevitabilmente al di fuori della tutela offerta dalla clausola prelatizia.

Non deve però sottovalutarsi che se è la stessa società a manifestare indifferenza verso gli schemi prescelti per l'amministrazione delle azioni, almeno finché non venga modificata la riferibilità delle stesse alla titolarità del socio originario, è chiaro che il mutamento del (socio di) controllo di quest'ultimo sortisca un effetto diametralmente opposto alla volontà sottesa alla scelta delle parti di introdurre in statuto la clausola di prelazione.

⁵⁸⁵ Per il sillogismo come forma di giustificazione interna della decisione giudiziale, v. J. WRÓBLEWSKI, *Il sillogismo giuridico e la razionalità della decisione giudiziale*, in P. COMANDUCCI – R. GUASTINI, *L'analisi del ragionamento giuridico*, II, Torino, 1989, 286.

⁵⁸⁶ Soluzione condivisa anche da G. SBISÀ, *I limiti alla circolazione delle azioni. Sub art. 2355-bis c.c., cit.*, 131-132.

⁵⁸⁷ Mutuo l'espressione da G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali, cit.*, 115, il quale osserva: «Le parti, con la costituzione della società, adottano insomma una forma legittima, e si pongono al riparo dalle sorprese. Ma, sul rovescio della medaglia, ne subiscono gli inconvenienti. La società agisce alla luce – spesso cruda – del sole e modifica il rapporto giuridico tra l'azionista e le sue azioni, che dal momento in cui sono conferite più non gli appartengono», *ivi*, 116.

⁵⁸⁸ Per la *privity of contract doctrine*, v. J.W. LILIENTHAL, *Privity of Contract*, in *Harvard Law Review*, 1887, vol. 1, 226 ss.

Del resto, la valorizzazione delle finalità sottese alla prelazione statutaria induce a ritenerne giustificata una lettura restrittiva⁵⁸⁹, coerente non solo con il principio di libera trasferibilità dei titoli azionari (v. *supra*), ma anche con la rilevanza ascritta alla titolarità formale delle partecipazioni una volta che la vicenda traslativa si sia compiuta. Si tratta di una giustificazione che si apprezza anche nel caso di conferimento in società integralmente posseduta, vicenda nella quale il dato formale coincidente con l'avvenuto trasferimento delle azioni è superato dalla mancanza di un mutamento sostanziale della compagine sociale; infatti, se è vero che il trasferimento ad un terzo delle azioni della società conferitaria fa indirettamente acquisire al terzo medesimo le azioni interessate dalla prelazione, è altrettanto evidente che non si realizza una fattispecie traslativa in senso proprio e infatti: *a)* se vengono alienate le azioni soggette a prelazione, la società vende ma la compagine non muta; *b)* se vengono alienate le partecipazioni della conferitaria, la compagine risulta modificata, ma la società non vende⁵⁹⁰.

La questione incrocia il più vasto problema dell'applicabilità della prelazione all'ipotesi di trasferimenti fra soci, nel silenzio dello statuto: la soluzione dipende, in prima battuta, dall'interpretazione della portata della clausola stessa e dalle funzioni che a questa si intendano assegnare, specie ove si valorizzi la finalità di mantenere inalterati i rapporti di forza interni alla compagine, impedendo una variazione degli equilibri preesistenti⁵⁹¹; funzione, a tratti, ritenuta prevalente su quella volta ad

⁵⁸⁹ Si è però opportunamente rilevato che «l'interpretazione letterale di una clausola statutaria non coincida necessariamente con una sua lettura restrittiva», così A. GALLEANO, *Brevi note in tema di interpretazione delle clausole di prelazione statutaria*, cit., 814.

⁵⁹⁰ In argomento, si veda il parere *pro veritate* di F. BONELLI, *La prelazione prevista in caso di «vendita» delle azioni non opera in caso di «conferimento» delle azioni*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 978-979.

⁵⁹¹ Cfr. M. CIAN, *Clausola statutaria di prelazione e conferimento di azioni in società interamente posseduta*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 697, nt. 11, e 701, nt. 24. Per una compiuta disamina delle posizioni in dottrina ed in giurisprudenza in punto di applicabilità o meno della prelazione ai trasferimenti tra soci, v. C.A. BUSI, *Le clausole di prelazione statutaria nella s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2005, 457, che propende per la soluzione negativa salvo espressa disposizione statutaria, evidenziando i rischi che l'estensione della prelazione ai trasferimenti tra soci in assenza di regolamentazione statutaria potrebbe ingenerare, *ivi*, 460-461; ID., *La prelazione societaria*, cit., 193 ss.

impedire l'ingresso in società di soggetti non graditi⁵⁹², con conseguente accollo da parte degli altri soci dell'onere di acquisto delle azioni che l'alienante intendeva cedere a questi⁵⁹³ e individuazione dei criteri di concorso tra l'acquisto del socio e l'acquisto in prelazione degli altri soci⁵⁹⁴. Al di là di tali considerazioni, nella prassi prevale l'idea secondo la quale, se la formulazione della clausola è ampia, la prelazione è destinata ad operare rispetto a qualsiasi trasferimento programmato (cessioni tra coniugi, tra società controllate dello stesso gruppo facente capo al socio); ove invece il tenore letterale della clausola non risulti inequivoco, si renderà necessaria una valutazione globale dei contenuti statutari e la soluzione restrittiva tenderà a prevalere tutte quelle volte in cui un'interpretazione oggettiva non consenta di ritenere compresi i trasferimenti tra soci, ovvero diverse vicende di riassetto degli equilibri interni della compagine sociale.

In definitiva, ove il *change of control* fosse stato incluso tra le fattispecie traslative per le quali si ammette l'operatività del diritto di prelazione a vantaggio degli altri soci della società partecipata, si sarebbe determinata una totale vanificazione dell'opzione legislativa che attribuisce agli enti societari - per quanto qui interessa, alla società socia - distinta soggettività giuridica, ribadendone l'alterità dalle persone dei propri soci. Ragion per cui la non equiparabilità del mutamento di controllo a una cessione

⁵⁹² Obiettivo ritenuto preminente, almeno in passato, dalla giurisprudenza maggioritaria: Trib. Milano, 22 giugno 2001, in *Giur. it.*, 2002, 1998; Trib. Napoli, 28 aprile 2004, in *Società*, 2004, 1403; Trib. Verona, 23 settembre, 1991, in *Giur. it.*, 1992, 256; Cass., 2 maggio 2007, n. 10121, in *Società*, 2008, 855.

⁵⁹³ In argomento, cfr. pure Trib. Milano, 24 aprile 2013, secondo cui «la clausola statutaria che preveda, senza ulteriori precisazioni, il diritto di prelazione a favore dei soci nelle ipotesi di trasferimento delle quote sociali per atto tra vivi, non può essere interpretata nel senso di escludere la sua operatività con riguardo ai trasferimenti tra soci»; la decisione è pubblicata in *Giur. it.*, 2014, 1437 ss., con nota di S. LUONI, *In tema di prelazione societaria e di denuntiatio*.

⁵⁹⁴ Criterio necessario altrimenti si perverrebbe al paradosso per cui i soci che esercitano la prelazione spogliano il socio che ha cercato di acquistare per primo; il problema andrebbe risolto nel senso che a seguito dell'esercizio della prelazione, il socio che ha originariamente acquistato "trattiene" la quota che gli sarebbe spettata qualora si fosse trattato di una vendita a terzi e lui, insieme agli altri interessati, avesse esercitato la prelazione. E si arriva a concludere che, ove a questo risultato non si possa giungere in via interpretativa, nel silenzio dello statuto la prelazione non opererebbe tra i soci. Così, S. LUONI, *In tema di prelazione societaria e di denuntiatio*, cit., 1438; tale criterio è avallato, pur non essendo immune da rilievi critici, anche da Cass., 22 agosto 1997, n. 7857, in *Foro it.*, 1998, 878.

azionaria sembra suffragata non tanto dalla affermata eccezionalità dei vincoli al trasferimento della partecipazione azionaria, quanto dalla insuperabilità dello schermo societario.

Tuttavia, alla luce della variabilità delle forme con le quali la prelazione statutaria si declina, nulla impedisce che i soci, nell'esercizio della loro autonomia collettiva, pattuiscano espressamente che il vincolo prelatizio operi anche nel caso in cui il trasferimento abbia ad oggetto la partecipazione di controllo delle società socie⁵⁹⁵; in realtà, una simile scelta cela l'intento di evitare che l'operatività della clausola possa essere aggirata mediante il trasferimento mediato della partecipazione di controllo del socio nella partecipante-controllante, attraverso la cessione delle sue partecipazioni nella partecipante-controllante o all'esito di un'operazione di fusione, specie nel caso in cui la partecipata-controllata rappresenti l'unico *asset* della partecipante.

L'argomento consequenzialista⁵⁹⁶ consente quindi di ribadire che la negazione dell'operatività del vincolo non revoca in dubbio l'alterità soggettiva tra società e soci della società-socia, ma accentua il profilo della sostanziale titolarità del pacchetto azionario, non potendo nemmeno ipotizzarsi che una regola organizzativa di carattere negoziale possa estendersi a soggetti diversi da quelli per i quali è stata posta⁵⁹⁷, pena l'inevitabile snaturamento a cui questa stessa si esporrebbe, e il rischio di obliterare la distinzione soggettiva tra socio ed ente collettivo, immanente all'intero sistema delle società di capitali.

⁵⁹⁵ È quanto emerge da Trib. Milano, 24 luglio 2018, in *Giur. it.*, 2019, 594 ss., con nota di S. LUONI, *La prelazione ed il cambio del controllo*, il quale profila anche l'eventualità che «il “cambio di controllo” venga scoperto solo dopo diverso tempo: in una simile situazione l'eventuale diritto di riscatto della partecipazione riconosciuto a favore degli altri soci della partecipata dovrebbe essere accompagnato da una penale a carico del socio, da scontarsi sul corrispettivo del riscatto, che colpevolmente non ha comunicato il cambio del controllo», *ivi*, 598.

⁵⁹⁶ Per tutti, L. MENGONI, *L'argomentazione orientata alle conseguenze*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1994, I, 1 ss.

⁵⁹⁷ M. CIAN, *Clausola statutaria di prelazione e conferimento di azioni in società interamente posseduta*, *cit.*, 731, il quale, nel porre l'accento sulla vincolatività soggettiva della pattuizione, discorre significativamente di «giogo del vincolo statutario».

2.2 Il riconoscimento della prassi notarile.

La distinta soggettività giuridica delle società coinvolte e la limitata efficacia soggettiva dei rispettivi statuti sono gli aspetti alla base del riconoscimento che le clausole di *change of control* hanno ricevuto, di recente, dalla prassi notarile; infatti, è proprio nel solco delle aperture giurisprudenziali richiamate, che si pone la massima n. 185 del 3 dicembre 2019 elaborata dal Consiglio notarile di Milano (*Clausole statutarie di «change of control» che disciplinano gli effetti del trasferimento delle partecipazioni delle società-socie*)⁵⁹⁸.

Tale orientamento si articola su un duplice piano: da un lato, si nega che una clausola statutaria di una società possa in alcun modo dispiegare i suoi effetti “diretti” su qualsiasi vicenda traslativa che abbia ad oggetto non già le azioni o quote della società stessa bensì le azioni o quote di una società che sia sua socia (anche allorché ciò determini il mutamento del controllo della società socia); dall’altro, si ammette la possibilità che il trasferimento avente ad oggetto le azioni o quote di una società socia possa assurgere a presupposto, nello statuto della società partecipata, per

⁵⁹⁸ Se ne riporta il testo: «Le c.d. clausole statutarie di «*change of control*» - relative al trasferimento del controllo di una società socia - sono idonee a produrre effetti esclusivamente sulle partecipazioni della società nel cui statuto sono introdotte, mentre sono inefficaci nei confronti del trasferimento delle partecipazioni della società socia. Esse, quindi, possono stabilire regole o limiti aventi ad oggetto soltanto le azioni o quote detenute dalla società socia, per il caso in cui si verifichi un trasferimento del controllo su quest'ultima.

Sono pertanto legittime ed efficaci, ad esempio, le clausole che escludono il limite al trasferimento delle partecipazioni in caso di trasferimento a una società detenuta al cento per cento dal socio alienante o da questi controllata di diritto ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1), c.c., qualora detto trasferimento sia assoggettato alla condizione risolutiva consistente nel venir meno del possesso totalitario o del controllo di diritto o qualora sia comunque previsto, per il verificarsi di tali circostanze, un obbligo di ritrasferimento.

Parimenti devono ritenersi legittime ed efficaci le clausole statutarie che prevedono il diritto di riscatto qualora si verifichi il trasferimento del controllo di una società socia, con obbligo di quest'ultima di effettuare le dovute comunicazioni all'organo amministrativo e/o agli altri soci. Analogamente - e sempre in via esemplificativa - si reputano legittime ed efficaci le clausole statutarie che prevedono il necessario gradimento (nei confronti del nuovo socio di controllo della società socia), in caso di cambio di controllo di una società socia, con obbligo di quest'ultima di effettuare le dovute comunicazioni all'organo amministrativo, e con diritto di riscatto (delle azioni o quote detenute dalla società socia) in caso di mancato rilascio del gradimento».

L'operatività di clausole che dettino regole o limiti aventi ad oggetto le azioni o quote della società stessa, nell'eventualità in cui si verifichi un trasferimento del controllo sulla società che detiene tali azioni o quote.

Va da sé che la vincolatività soggettiva della clausola statutaria si esaurisce solo rispetto agli aderenti allo statuto della società, nella misura in cui la cessione delle azioni o quote detenute dai terzi nella società socia rileva come evento esterno ed oggettivo al cui verificarsi trovano applicazione determinate regole o limiti della società il cui statuto contiene la clausola di *change of control*, con effetti sulla circolazione delle azioni della società stessa.

Da tali presupposti scaturisce una graduazione dell'impatto e degli effetti delle clausole di *change of ownership*, oltre che delle scansioni temporali della loro attivazione. Può infatti prevedersi che la clausola postuli l'inapplicabilità del vincolo al trasferimento delle partecipazioni in caso di cessione a una società detenuta al cento per cento dal socio alienante o da questi controllata di diritto ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1), c.c., purché tale alienazione sia risolutivamente condizionata al venir meno del possesso totalitario o del controllo di diritto, ovvero ove sia subordinata a un obbligo di ritrasferimento dei titoli in caso di successivo cambio di controllo della società socia. Tale clausola, così congegnata, si connota per l'automatismo degli effetti che produce: infatti, il mero verificarsi del *change of control* della società socia, si limita a ripristinare lo *status quo ante* senza che sia richiesta alcuna manifestazione di volontà negoziale delle parti, tuttavia sconterebbe un ambito oggettivo limitato, dal momento che sarebbe ontologicamente incompatibile con tutti quei negozi che non tollerano l'apposizione di una condizione risolutiva (es. conferimento delle azioni da parte del socio a una società dal medesimo controllata). Viceversa, nell'ipotesi di *change of control* della società socia – avente effetto sulle azioni della società il cui statuto contiene la clausola in questione –, vengono replicati gli stessi limiti alla circolazione che una normale clausola di prelazione o di gradimento impone per il caso di trasferimento delle azioni della società stessa. È il caso, ad esempio, di una clausola statutaria che preveda, al verificarsi del trasferimento del controllo di una società socia, il diritto di riscatto a vantaggio di

tutti gli altri soci, ponendo a carico della società l'obbligo di effettuare le dovute comunicazioni all'organo amministrativo e agli altri soci, per avviare il procedimento necessario per pervenire al riscatto delle azioni detenute dalla società il cui controllo è mutato.

La sostanza della clausola resta invariata anche ove essa interferisca con una clausola di gradimento destinata ad attivarsi in caso di cambio di controllo di una società, e che stabilisca che uno degli organi della società il cui statuto contiene la clausola (assemblea, amministratori) debba concedere il gradimento nei confronti (non già del socio acquirente di azioni da essa emesse, ma) del nuovo socio di controllo della società; nel caso in cui il gradimento non venisse concesso, le conseguenze sarebbero diversamente modulate perché non si precluderebbe all'acquirente non gradito di divenire socio della società il cui statuto contiene la clausola, ma verrebbe previsto un diritto di riscatto (a favore della società o degli altri soci) avente ad oggetto le azioni detenute dalla società il cui nuovo socio di controllo non ha ricevuto il gradimento del competente organo della società nel cui statuto la clausola è inserita.

3. Cambio di controllo e meccanismi di disinvestimento.

Una volta che il cambio di controllo si sia verificato e al di là dei casi in cui un *winding up* della società sia espressamente contemplato dalla legge o in via pattizia, le parti possono determinare modalità idonee a consentire l'uscita di un socio e la continuazione del rapporto limitatamente agli altri soci. Si tratta di meccanismi che oscillano tra le più elementari clausole di *buy-out*, in cui il socio forte si impegna a certe condizioni ad acquistare la partecipazione dell'altra al realizzarsi di un certo evento, e quelle più articolate, cui si accennerà in seguito; in entrambi i casi, lo snodo essenziale è costituito dalla valorizzazione della partecipazione in via di dismissione, il cui prezzo può risentire di ulteriori fattori di condizionamento che le parti abbiano inteso prevedere a monte della loro scelta di disinvestimento o che, comunque,

incidono su questa benché trovino la loro fonte in un evento che non attinga direttamente la posizione del socio uscente.

Non può farsi a meno di notare che solitamente, nel caso di cessione totalitaria o di controllo, il trasferimento della partecipazione si snoda in due segmenti, ove sia previsto un meccanismo di *earn out*⁵⁹⁹: nella prima fase, l'alienante trasferisce, ad un

⁵⁹⁹ Per un inquadramento del problema, v. C.F. GIAMPAOLINO, *L'esecuzione dello SPA relativo alla maggioranza delle partecipazioni e la posizione dei terzi (Gestione interinale; earn out; drag-along)*, cit., 988-990. Sulle clausole di *earn out*: S. CERVELLI, *La cessione di azioni o di quote e le clausole di earn-out*, in *Riv. dir. impr.*, 2000, 447 ss.; J. ZUCCARELLI, *Cessione di azioni con garanzia del passivo: diritti del cessionario*, nota a App. Parigi 25 gennaio 1994, in *Le Soc.*, 1994, 9, 1294.; M. CASSOTTANA, *Rappresentazioni e garanzie nei conferimenti d'azienda in società per azioni*, Milano, 2006, spec. 72 ss.; P. CORRIAS, *La responsabilità dell'alienante per la consistenza del patrimonio nelle vendite di partecipazioni azionarie di controllo*, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, 111 ss.; ID., *Garanzia pura e contratti di rischio*, cit., spec. 304 ss.; M.L. VITALI, *Conferimento d'azienda, valore di conferimento e clausole di earn out*, in M. VENTORUZZO (a cura di), *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 739 ss.; S. CIRINO POMICINO, *Clausola di aggiustamento del prezzo*, in M. CONFORTINI (a cura di), *Clausole negoziali*, Torino, 2017, 990 ss.; S. CROSIO-C. GREGORI, *Acquisizione di società ad elevato contenuto tecnologico: clausole di earn-out e dichiarazioni e garanzie del venditore*, in *Contr. impr.*, 2000, 1109 ss.; V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, in *Contratti*, 2011, 1166-1167; L. RENNA, *Compravendita di partecipazioni sociali*, cit., 253-256, cui si rinvia anche per l'ipotesi opposta della c.d. *reverse earn out clause* (ovvero *earn-in*); P. GALLO, *Errore sul valore, giustizia contrattuale e trasferimenti ingiustificati di ricchezza alla luce dell'analisi economica del diritto*, in *Quadrim.*, 1992, 656-703.; G. COTTINO, *Noterelle in tema di cessione di quote (o azioni), di discrepanze di valori e di presupposizione*, nota a Trib. Milano 18 ottobre 2002, in *Giur. it.*, 2003, 2, 297.; A. DALMARTELLO, *Vendita di azioni con garanzia di una determinata consistenza patrimoniale della società che le ha emesse*, in *Scritti in memoria di Alessandro Graziani. Impresa e società*, I, Napoli, 1968, 407-425.

Per un'indagine più ampia, v. U. DRAETTA, *Alcune clausole di adeguamento del prezzo a seguito di verifica contabile nei contratti di acquisto di partecipazioni azionarie*, in *Dir. comm. int.*, 1991, 143 ss.; e, per una dettagliata indicazione delle forme più diffuse di corrispettivi potenziali, M. BINI, *Le clausole di aggiustamento prezzo nelle business combination*, in *Società*, 2011, 809 ss., il quale le diversifica in base a molteplici criteri: «a) evento futuro (*trigger*) post acquisizione sulla base del quale è commisurato il meccanismo di revisione prezzo; b) estensione del periodo lungo il quale o alla scadenza del quale deve realizzarsi l'evento; c) forma del pagamento (fissa, variabilizzata al risultato, mista)», *ivi*, 815; cfr. anche F.P. FESSIA, *Clausola di redditività: una garanzia sui generis all'interno dell'attività negoziale*, in *Contratti*, 2011, 1157-1159; G. PODDA, *Bad deals: acquisto di partecipazioni societarie e garanzie del venditore*, in *Quadrim.*, 1990, 458 ss.; O. CAGNASSO – M. IRRERA, *Il trasferimento della partecipazione di controllo nelle società di capitali*, cit., 119-126; sui parametri di calcolo del valore del prezzo differito, v. G. MODUGNO-G. VALENTINUZ, *La determinazione del valore di earn-out. Elementi rilevanti e analisi di alcuni aspetti controversi*, in *Contabilità, finanza e controllo*, 2014, 10 ss. Per la diversa ipotesi in cui nei contratti di cessione di partecipazioni sociali siano inserite clausole mediante le quali sia promesso un indennizzo per il caso in cui abbiano a evidenziarsi sopravvenienze passive, v. Trib. Milano, 30 giugno 2017, n. 7429, in *Contratti*, 2018, 299 ss., con nota di T. DALLA MASSARA-M. D'ONOFRIO, *Clausole di garanzia nella cessione di partecipazioni: struttura, legittimazione ad agire e prescrizione*; la decisione è in linea con l'idea per la quale le circostanze che non possono essere giuridicamente considerate qualità delle azioni non

prezzo predeterminato, una percentuale di titoli tale da non consentire il controllo della società all'acquirente, o comunque sufficiente a consentirgli di supervisionare la gestione sociale attuata da quest'ultimo; nella seconda fase, il venditore – che ha interesse ad ottenere subito una massimizzazione del profitto - aliena la restante parte delle azioni al prezzo che sarà determinato secondo il criterio pattuito dalle parti⁶⁰⁰. È chiaro che non si tratta di due distinti prezzi di cessione, bensì di un unico corrispettivo corredato da una clausola che prevede sotto condizione sospensiva la corresponsione da parte dell'acquirente al venditore di una somma aggiuntiva in caso di conseguimento dei risultati dedotti nel negozio di cessione⁶⁰¹. Tuttavia, nel caso di cessione non totalitaria, l'alienante potrà continuare a gestire la società o comunque operare un controllo diretto sulla sua gestione (mediante la stipula di patti parasociali, ad esempio); nel caso opposto di cessione integrale, invece, poiché l'alienante non sarà in grado né di cogestire la società né tantomeno di monitorare l'andamento della gestione dall'interno, è opportuno che nel periodo di validità della

diventano tali solo perché promesse dal venditore, v. G. ROMANO-PAVONI, *In tema di azioni e quote di società: vendita di "aliud pro alio"?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1953, II, 150 ss.; in giurisprudenza, Cass., 29 agosto 1991, n. 9227, in *Riv. dir. comm.*, 1994, II, 379 ss., con nota di A.M. PETRUCCI, *Cessione di pacchetti azionari e dolo del venditore*; Trib. Cagliari, 18 marzo 2008, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 565 ss., con nota di A. TINA, *Trasferimento di partecipazioni societarie: risoluzione del contratto per mancanza di qualità, aliud pro alio e annullamento del contratto per dolo*; Cass., 19 dicembre 2016, n. 26191, in *Società*, 2017, 421 ss., con nota di E. CIVERRA, *Cessione di azioni: una clausola di garanzia generica e incoerente*. Si pensi anche al peculiare ambito della valutazione economica dei brevetti, R. MORO VISCONTI, *Valutazione dei brevetti e stima del danno da contraffazione*, in *Dir. ind.*, 2017, 428-429.

⁶⁰⁰ In giurisprudenza, per una chiara ricostruzione delle clausole di *earn-out*, cfr. Trib. Milano, 9 luglio 2018, con nota di G. PENZO, *Earn-out e dintorni*, in *Società*, 2019, 817 ss.; la prassi, da ultimo, dimostra che oltre alla sede naturale dei contratti di alienazione di partecipazioni azionarie, l'*earn-out* può essere pattuito anche in operazioni di aumento oneroso del capitale sociale (massima n. 170 del 7 novembre 2017, Consiglio notarile di Milano).

⁶⁰¹ Si osserva però che «what an earn-out (and particularly a large one) typically reflects is disagreement over the value of the business that is bridged when the seller trades the certainty of less cash at closing for the prospect of more cash over time. In theory, the earn-out solves the disagreement over value by requiring the buyer to pay more only if the business proves that it is worth more. But since value is frequently debatable and the causes of underperformance equally so, an earn-out often converts today's disagreement over price into tomorrow's litigation over the outcome», cfr. *Airborne Health Inc. and Weil, Gotshal & Manges LLP v. Sqid Soap LP*; il precedente è richiamato, in una prospettiva di compatibilità dei meccanismi in esame con l'ordinamento interno, da F.L. GAMBARO, *Arbitraggio e perizia contrattuale nelle clausole Price Adjustment ed Earn Out*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, spec. 111 ss.

clausola di *earn out*⁶⁰², l'acquirente si astenga dal compimento di attività che, per le conseguenze dirompenti che sono in grado di dispiegare sugli assetti sociali, vanifichino gli scopi sottesi alla pattuizione del prezzo eventuale⁶⁰³. Come osservato, si assiste ad una tendenza alla procedimentalizzazione della determinazione del prezzo “condita da meccanismi di *price adjustment*”⁶⁰⁴: si tratta di strumenti che consentono di adeguare il prezzo alla luce di minusvalenze o sopravvenienze passive che potrebbero affiorare solo nel corso delle operazioni di verifica della situazione patrimoniale e finanziaria della società emittente (*due diligence*); non vi è dubbio sulla maggiore efficacia di tali strumenti rispetto alle tecniche rimediali ordinarie, come testimonia la c.d. *escrow clause* che impone all'acquirente di depositare presso un terzo (*escrow agent*) una frazione del prezzo da pagare⁶⁰⁵, il quale assumerà la veste di custode fiduciario della somma versata in attesa che maturino le circostanze su cui

⁶⁰² In quest'ottica, andrebbe vagliata l'applicabilità alle clausole di *earn-out* della disciplina di cui agli artt. 1353 c.c. ss. Si riportano i rilievi di G. PENZO, *Earn-out e dintorni*, cit., 824, nt. 8: «in particolare, poiché la gestione della società con il trasferimento delle partecipazioni passa all'acquirente, potrebbero trovare applicazione: i) l'art.1354 c.c. qualora il *target* collegato alla maturazione del complemento di prezzo sia oggettivamente impossibile, con gravi implicazioni sulla validità stessa del contratto; ii) l'art.1355 c.c. qualora stante il passaggio della gestione la condizione venga considerata meramente potestativa, sempre con gravi conseguenze sul contratto stesso, fermo che l'ipotesi è abbastanza teorica vista la ricostruzione effettuata dalla giurisprudenza di legittimità sulla natura meramente potestativa delle condizioni contrattuali; iii) l'art.1358 c.c. ove possa intendersi esteso al comportamento dell'acquirente in pendenza della condizione per la determinazione dell'*earn-out*; iv) l'art.1359 c.c. forse il più interessante perché potrebbe fornire un argomento al venditore per pretendere il complemento di prezzo anche in assenza del raggiungimento del *target* costituente la condizione per il pagamento del complemento del prezzo qualora avesse prova che il mancato avveramento è dipeso da causa imputabile all'acquirente».

⁶⁰³ In argomento, v. A. ACCORNERO, *Le clausole di aggiustamento prezzo nei contratti di compravendita di partecipazioni: Locked Box vs. Closing accounts*, in *Società*, 2015, 537 ss.; dai criteri esposti dall'A. emerge che, in caso di cessione totalitaria, la soluzione *locked box* riduce i costi di transazione che normalmente si accompagnano alla quantificazione del prezzo eventuale, *ivi*, 542; ID., *Le clausole di Earn Out nei contratti di compravendita di partecipazioni societarie*, in *Società*, 2017, 1077 ss.

⁶⁰⁴ L'espressione è di G. CONTE, *La vendita di pacchetti azionari*, cit., 485. Per un vero e proprio *restatement* in tema di regime applicabile alle cc.dd. *price adjustment clauses*, si veda la decisione della Supreme Court inglese, *Cavendish Square Holding BV v. Talal Makdessi*, da cui traggono spunto le riflessioni di F.P. PATTI, *Meccanismi di price adjustment e penalty rule nella vendita di partecipazioni societarie*, in *ODCC*, 2017, spec. 151 ss.

⁶⁰⁵ Per un inquadramento del meccanismo e per le riflessioni intorno alla legittimità della clausola di *escrow*, v. E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Effetti e disciplina*, cit., 158 ss. e 162-163.

L'aggiustamento del prezzo si basa⁶⁰⁶. Per le loro caratteristiche ed il relativo meccanismo di funzionamento, gli accordi di *earn-out* possono costituire, anche in sede di disinvestimento, uno strumento mediante il quale, di fatto, una porzione di rischio relativo all'impresa viene riallocato a livello endosocietario e, simmetricamente, consentono al *venture capitalist* di ridurre l'esborso iniziale necessario per l'acquisto delle partecipazioni nell'impresa e di corrispondere la maggior somma venditore solo a condizione che l'investimento effettuato sia stato quanto meno profittevole come ipotizzato al momento dell'investimento stesso, con chiara funzione di riequilibrio delle aspettative economiche delle parti coinvolte. Se ciò dimostra che la certezza è connotato che mal si attaglia al valore degli *assets* societari, il quale risente di una serie di variabili passibili di diverso apprezzamento, nell'economia del disinvestimento non può essere obliterata la possibilità che, nel contesto di iniziative imprenditoriali che vedono la partecipazione, in distinti momenti, di una pluralità di soggetti in qualità di fornitori di capitale di rischio, le parti avvertano l'esigenza di negoziare la propria posizione anche rispetto al futuro *exit* predeterminandone in statuto oppure attraverso la stipula di convenzioni parasociali modalità e condizioni, soprattutto per salvaguardare il valore prospettico della loro partecipazione⁶⁰⁷.

3.1 (segue) Il versante statutario.

Il piano statutario costituisce l'ambito elettivo della disciplina dei meccanismi di fuoriuscita dalla compagine sociale originati dal cambio di controllo; essi, superando i limiti di durata e l'efficacia obbligatoria consustanziali ai patti parasociali, assurgono al rango di regola organizzativa dell'*exit* al maturare del *trigger event* e si reggono su

⁶⁰⁶ Tali meccanismi sono ormai sempre più frequenti e recepiti nella prassi; si pensi, da ultimo, al caso delle *anti-dilution provisions*. Cfr. la massima n. 186 del 3 dicembre 2019 del Consiglio notarile di Milano.

⁶⁰⁷ Potrebbe ipotizzarsi, in via negoziale, di includere negli accordi che regolamentano l'*exit* una *anti-dilution provision* per cautelarsi da eventuali decrementi di valore del loro investimento, rispetto alla quantificazione posta alla base del loro ingresso in società.

una struttura negoziale unilaterale assimilabile all'opzione *ex art.* 1331 c.c. La macrodistinzione che può proporsi tra le tecniche statutarie legalmente tipiche è quella tra *exit* attivo e *exit* passivo: alla prima categoria si riconduce il diritto di recesso per cause statutarie (art. 2437 ss. c.c.) conseguente al prodursi del cambio di controllo; nella seconda, invece, rientrano (con effetti assimilabili all'opzione *call* parasociale, v. *infra*) le azioni riscattabili (art. 2437-*sexies* c.c.) e, ove il *change of control* interessi una s.r.l., l'esclusione per giusta causa ai sensi dell'art. 2473-*bis* c.c.⁶⁰⁸ La peculiarità dei meccanismi statutarî si rinviene nel fatto che essi non esauriscono la propria rilevanza sul versante risolutivo del rapporto partecipativo societario ma si completano con una successiva vicenda traslativa che va a riallocare la titolarità della partecipazione dismessa.

Il riscatto azionario, infatti, concorre a determinare un trasferimento forzoso delle azioni del socio riscattato in favore della società o dei soci riscattanti, che prescinde da una base consensuale; il diritto potestativo di riscatto non può essere attribuito a terzi estranei alla compagine sociale ma non può escludersi del tutto l'eventualità che questi intervengano nel procedimento di riscatto della partecipazione subentrando nella titolarità delle azioni riscattabili in via immediata, secondo i principi del diritto comune degli acquisti derivativi. In queste ipotesi, il congegno negoziale sul quale il riscatto si fonda dovrà strutturarsi secondo la sequenza procedimentale o del contratto per persona da nominare (artt. 1401 ss. c.c.), oppure del contratto a favore di terzo (artt. 1411 ss. c.c.): così, nel primo caso, i titolari del diritto potestativo di riscatto riserveranno la nomina del terzo, il quale acquisterà le partecipazioni riscattate versando il corrispettivo in favore del riscattato; nel secondo caso, invece, l'effetto acquisitivo si produrrà direttamente a vantaggio del beneficiario e l'obbligo di pagamento del rimborso delle azioni al riscattato continuerà a gravare in capo al riscattante non acquirente⁶⁰⁹.

⁶⁰⁸ In tal caso, si attua lo scioglimento del rapporto sociale in capo al socio escluso, con connessa liquidazione della quota a carico della società ma il trasferimento della partecipazione del socio estromesso dalla compagine in favore degli altri soci è soltanto eventuale.

⁶⁰⁹ Per ulteriori riferimenti, cfr. C. DI BITONTO, *Le clausole di "cambio-di-controllo nel prisma dell'ordinamento italiano: profili contrattuali e societari*, cit., 421.

3.2 (segue) Il versante parasociale.

La regolamentazione sul piano parasociale dell'*exit* determinato da cambio di controllo gravita pressoché integralmente intorno al patto di opzione disciplinato dall'art. 1331 c.c.; attraverso tale negozio preparatorio, il concedente attribuisce all'opzionario il diritto di costituire unilateralmente il rapporto contrattuale finale. La fuoriuscita dalla compagine, in tal caso, presuppone che il rapporto contrattuale finale venuto ad esistenza tramite il negozio di opzione coincida con il trasferimento delle partecipazioni sociali a titolo oneroso e che l'oggetto del relativo contratto sia rappresentato dalle partecipazioni della società partecipata da un socio che abbia subito un cambio di controllo. Tale vicenda, non assimilabile in alcun modo a una condizione meramente potestativa *ex art. 1355 c.c.*, integrerebbe l'evento in grado di innescare l'opzione di vendita (*put*) o di acquisto (*call*), oppure l'intersezione dei due congegni di vendita e di acquisto (opzioni *put-call*). In particolare, l'opzione *put* si pone come strumento attivo di *exit* dalla compagine e, in modo speculare rispetto a quanto accade con il *tag-along*, il socio di maggioranza sceglie di monetizzare il suo investimento una volta che il cambio di controllo si sia verificato (il riassetto della proprietà azionaria altro non è se non l'avveramento della condizione dedotta in contratto).

La configurazione soggettiva del meccanismo impone di precisare che il soggetto che subisce il cambio di controllo si ritrova nella posizione di concedente e, al contempo, di soggetto passivo dell'alienazione avviata in forza dell'esercizio dell'opzione; ne discende che il socio soggetto al proprio cambio di controllo, avrà dinanzi a sé due alternative: un *exit* passivo e un *exit* attivo.

Nel primo caso, attivando l'opzione *put* in favore degli altri soci, assisterà alla fuoriuscita di questi ultimi dall'originaria compagine; nel secondo caso, ove l'opzione *call* sia esercitata a vantaggio degli altri soci, sarà egli stesso a subire la fuoriuscita forzata. Entrambe le modalità convergono verso l'attuazione dell'obiettivo di stabilizzazione della compagine sociale in modo più incisivo rispetto

a quanto non accada per effetto della previsione di vincoli al trasferimento delle partecipazioni; la prassi dimostra infatti che è frequente la pattuizione di una clausola di *change of control* che prevede la possibilità che ciascun *coventurer* attivi un'opzione *call* per l'acquisto delle azioni della *joint venture* il cui controllo sia transitato ad un soggetto non gradito⁶¹⁰.

In ogni caso, ove lo strumento di reazione prescelto sia quello del riscatto azionario, la relativa clausola, in ragione dell'effetto espropriativo che essa determina al verificarsi del cambio di controllo, deve esprimere con la massima analiticità la predeterminazione delle condizioni alle quali le azioni ordinarie o speciali devono essere riscattate e tali condizioni devono essere conoscibili *ex ante* da chi si trovi potenzialmente a scontare una posizione di soggezione rispetto all'altrui *potestas redemptionis*⁶¹¹.

3.3 (segue) I possibili strumenti atipici di exit.

Le riflessioni fin qui condotte sulle clausole legalmente atipiche consentono di affermare che, per effetto della contaminazione tra ordinamenti, anche il diritto del socio al disinvestimento è interessato da una vera e propria tendenza alla detipizzazione, in parte dovuta alla minore duttilità dei rimedi apprestati dall'ordinamento rispetto ai margini di manovra che, invece, la gestione negoziata della fuoriuscita dalla compagine sociale consente.

Tale finalità viene perseguita attraverso congegni negoziali privi di una tipizzazione legislativa – ovvero mediante la combinazione di plurime strutture contrattuali, o di frammenti di ciascuna – da ritenersi ammissibili nel nostro ordinamento in quanto manifestazione dell'autonomia collettiva dei soci (es. clausola di prelazione impropria, clausola di prelazione parziale; vincolo di prelazione scindibile con conseguente diritto di accrescimento, azioni redimibili, clausola *put*, diritto

⁶¹⁰ Lo riporta E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, I, *cit.*, 273.

⁶¹¹ Tali cautele sono, da ultimo, enunciate da Trib. Milano, 2 maggio 2017, in *Giur. comm.*, 2020, II, 378 ss., con nota di D. RESCIGNO, *Limiti e strumentalità della clausola di riscatto di azioni con prestazioni accessorie*.

particolare del socio di riscatto nella s.r.l., *golden* quota nelle S.r.l. PMI etc.) e, comunque, purché superino positivamente il vaglio di compatibilità con i principi inderogabili che l'ordinamento societario detta per quanto riguarda il diritto al disinvestimento⁶¹². Si tratta di un approccio che vede la tutela della posizione del socio uscente sbilanciata in favore del diritto al disinvestimento in sé⁶¹³, il quale viene conformato e qualificato quanto ai tempi, alle modalità, ai soggetti coinvolti, alla quantificazione del corrispettivo; infatti, in aggiunta alla tutela economica connaturata al diritto al disinvestimento, vengono assicurati meccanismi di negoziazione endosocietaria della partecipazione, in grado di mediare tra la stabilità della compagine sociale e la liquidabilità dell'investimento⁶¹⁴, pur con il limite dettato dalla necessità di evitare che non si celino meccanismi larvatamente espropriativi, attraverso i quali la maggioranza finisca per estromettere il socio di minoranza coartandone la volontà e, di fatto, estorcendo⁶¹⁵ a quest'ultimo la dismissione delle proprie azioni (su tali aspetti, v. *infra*). I meccanismi di *exit* sono quindi multipli e, soprattutto, rientrano nell'ambito di una sequenza articolata che non esclude la possibilità di un'attivazione contestuale degli stessi, rimettendo però allo statuto la previsione del modulo procedimentale destinato a prevalere; è evidente che, se nello stesso arco temporale di riferimento uno strumento di *exit* è stato attivato ed è in corso di svolgimento la negoziazione delle condizioni dell'uscita, strumenti alternativi non potranno innescarsi almeno fintantoché la negoziazione avviata dal primo non giunga al termine. Solo occasionalmente, e a condizione che vi sia una espressa previsione statutaria che lo disponga, è possibile che un determinato meccanismo di *exit*, già avviato, sia surclassato dalla concomitante attivazione di un diverso congegno da parte di un altro socio. Va da sé che ciascuno dei meccanismi

⁶¹² In argomento, v. P.M. SANFILIPPO, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 159 ss.

⁶¹³ Cfr. J.C. COFFEE JR., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Columbia Law Review*, 1991, vol. 91, 1342-1348.

⁶¹⁴ M. AMBROSOLI, *Vendita di partecipazioni sociali di controllo e patrimonio dell'ente, in assenza di clausole di garanzia*, in *Contratti*, 1996, 202 ss.

⁶¹⁵ L'espressione forte è di V. MELI, *Commento all'art. 2355-bis*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, I, 2004, 345.

atipici può non considerarsi di per sé autosufficiente o garantire il risultato dell'*exit* e, per quanto venga analiticamente costruito, esso non è in grado di neutralizzare tutti i potenziali conflitti e sovrapposizioni di interessi che la fuoriuscita dalla compagine coinvolge, soprattutto rispetto ai tempi di attivazione dello stesso, poiché eventi sopravvenuti e/o imprevedibili potrebbero rendere non opportuna la scelta di disinvestire in quel determinato momento contemplato, in ipotesi, dalla clausola (es. l'*exit* potrebbe essere rinviato al raggiungimento di determinati obiettivi imprenditoriali, posposto ad un aumento di capitale, etc.); in casi del genere, il rischio è che le parti coinvolte finiscano per ritardare la loro uscita dalla compagine determinando, vicendevolmente, la perdita di opportunità di allocazione ad altri *partners* della quota dismessa.

Si consideri poi che nulla impedisce di prevedere ulteriori correttivi per disciplinare l'*exit*: potrebbe contemplarsi in statuto un'apposita clausola che, derogando al regime legale, offra ai soci il diritto di recedere al mero verificarsi del mutamento del controllo⁶¹⁶. Una simile cautela consentirebbe di ridurre i costi connessi all'esercizio del recesso e conterrebbe anche i rischi derivanti dall'instabilità patrimoniale che ogni fuoriuscita dalla società determina nelle società chiuse. Un simile congegno avrebbe il pregio di non alimentare incertezze di sorta dal momento che il fatto dell'avvenuto mutamento del controllo, a sua volta, è nella maggior parte dei casi un evento agevolmente percepibile e facile da dimostrare, risultando sufficiente a tal fine provare l'avvenuto trasferimento del pacchetto di maggioranza ovvero la sua aggregazione *ex novo* a partire da una situazione (invero rara nel nostro contesto economico-imprenditoriale) di precedente dispersione dell'azionariato⁶¹⁷.

⁶¹⁶ Oppure, secondo S. GILOTTA, *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 602, anche di altro evento considerato sintomatico dell'avvenuta sottoposizione a direzione unitaria.

⁶¹⁷ Testualmente, S. GILOTTA, *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, *cit.*, 605, testo e nt. 43, per i casi di c.d. *camouflage*, nei quali il controllante, allo scopo di impedire il recesso del socio di minoranza, celi l'avvenuta acquisizione del controllo.

3.4 La configurabilità del cambio di controllo e della conversione azionaria senza fuoriuscita dalla compagine sociale.

Trovano fonte nella prassi statutaria e nell'autonomia collettiva dei soci anche ulteriori ipotesi in cui il *change of ownership* di un socio non rappresenta l'evento attivatore di meccanismi di *exit* da parte degli altri soci o della medesima società, bensì determina una conversione azionaria che prescinde dalla fuoriuscita dalla compagine. In sostanza, sia le azioni speciali di categoria di cui sia titolare il socio partecipante che subisce il cambio di controllo, sia gli strumenti finanziari partecipativi attribuiti a terzi non soci (es. esponenti del ceto creditorio bancario di società in ristrutturazione che subiscono il *change of control*), vengono convertiti in azioni ordinarie; tale conversione può costituire un automatismo che scaturisce dalla mera verifica del cambio di controllo, oppure può rappresentare il risultato dell'esercizio di un diritto potestativo di conversione riconosciuto all'emittente o agli altri soci⁶¹⁸. Le finalità perseguite da tale meccanismo, talora allineate all'interesse dei creditori in operazioni di ristrutturazione aziendale o di risanamento dell'impresa, talaltra asservite al c.d. *write down* di cui al d.lgs. 180/2015 nell'ambito della disciplina dell'insolvenza delle società bancarie, precludono approfondimenti ulteriori, siccome eccentrici rispetto al piano della presente indagine.

4. La tipizzazione normativa delle clausole di cambio di controllo.

La permeabilità del nostro ordinamento rispetto alle pattuizioni di *change of control* è da ultimo testimoniata da due settori in cui tali clausole sono state oggetto di espresso recepimento da parte del legislatore. È il caso, nell'ambito delle s.p.a. emittenti azioni quotate, dell'art. 127-*quinquies*, comma 3, t.u.f., in tema di azioni a voto maggiorato, rispetto alle quali il cambio di controllo si atteggia come causa

⁶¹⁸ Cfr. E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 181 ss.; M. SAGLIOCCA, *La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito*, in *Riv. soc.*, 2018, 360.

legale di conversione delle azioni a voto maggiorato in azioni ordinarie prive della maggiorazione del voto; a tale ipotesi, gravida di risvolti applicativi soprattutto per la clausola di riserva statutaria che è stata mantenuta nella formulazione della norma, si aggiunge quella relativa alle società offerenti strumenti finanziari collocati tramite portali *online* (artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* t.u.f.). In tale sottosistema normativo, l'art. 24 del Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *online* (adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 ss.mm.ii.) ha imposto la necessità che nello statuto delle società offerenti siano contemplate adeguate pattuizioni di tutela del diritto al disinvestimento degli aderenti all'offerta di azioni o quote, in vista di un eventuale cambio di controllo della società oggetto d'offerta, nelle forme del diritto di *exit*, di *tag-along* (v. *supra*), oppure di «altre clausole che attribuiscono un analogo diritto a cedere le proprie partecipazioni» (es. opzioni *put*, *redeemable shares*). Trattasi di rimedi destinati a trovare spazio per salvaguardare la posizione degli investitori non professionali solo se al socio di controllo attuale ne subentri un altro e non anche quando da una situazione di controllo (individuale o congiunto) si pervenga a una situazione di assenza di controllo.

4.1 *Cambio di controllo e cc.dd. loyalty shares.*

Si è detto che il paradigma di clausola di cambio di controllo di elaborazione legislativa si rinviene nella disciplina delle società quotate; l'art. 127-*quinquies* t.u.f., introdotto dall'art. 20 del d.l. 24 giugno 2014, n. 91 ("*Decreto Competitività*"), convertito dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, prevede la possibilità per gli emittenti quotati e quotandi di introdurre nel proprio statuto il meccanismo del voto maggiorato. Esso rappresenta, per un verso, il definitivo superamento del principio *one share one vote*⁶¹⁹, e, per altro verso, si pone come strumento di incentivazione dell'investimento di lungo periodo e misura premiale a vantaggio degli azionisti

⁶¹⁹ S.J. GROSSMAN – O.D. HART, *One Share One Vote and the Market for Corporate Control*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, 175; M. HARRIS – A. RAVIV, *Voting Rights and Majority Rules*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, 203; M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512 ss.

stabili. La maggiorazione del voto non si configura come connotazione intrinseca delle azioni alle quali compete, bensì come una sorta di premio di fedeltà o, come alcuni hanno affermato, una «dotazione non permanente⁶²⁰» che si basa sulla prolungata conservazione della titolarità azionaria⁶²¹.

Il voto maggiorato determina un aumento dei voti spendibili nel procedimento assembleare da parte di ciascun azionista, man mano che le sue azioni conseguono la maggiorazione, e, di riflesso, produce l'aumento stesso del totale dei voti esercitabili (anch'essi corrispondentemente aumentati), attuando l'aumento di quell'entità che, con definizione stipulativa, l'art. 120, comma 1, t.u.f., denomina «capitale» ai fini della comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Lo spettro operativo della norma richiamata si articola su un triplice piano: *a) condizioni di attribuzione del voto maggiorato*: gli statuti possono disporre che sia attribuito un diritto di voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, alle azioni appartenute allo stesso azionista per almeno 24 mesi. Il possesso continuativo delle azioni si computa a decorrere dalla data di iscrizione dell'azionista in un apposito elenco, che deve essere istituito e tenuto dalle società che decidono di introdurre il meccanismo in questione e lo statuto può prevedere che il socio al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente, in tutto o in parte rinunciare al voto maggiorato (comma 1); *b) modalità di attribuzione del voto maggiorato*: lo statuto determina le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti; alla Consob è delegato il potere di disciplinare con regolamento le disposizioni di attuazione del medesimo articolo al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni in materia di offerte pubbliche di

⁶²⁰ Così G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali, cit.*, 157. In argomento, cfr. P. MARCHETTI – C. MOSCA, *Note sparse sulle loyalty shares*, in *Riv. soc.*, 2018, 1549; M. BERTI, *Loyalty shares*, in A. SACCO GINEVRI (a cura di), *Commentaries and Cases on Italian Business Law*, Padova, 2020, 53-58.

⁶²¹ Può qui istituirsì un parallelismo funzionale tra azioni a voto maggiorato (di diritto francese e italiano) e il Tenured Voting (TV) o il Time- Phased Voting (dell'esperienza statunitense) inteso quale «a strategy for giving long-term shareholders more votes than short-term shareholders»: E.B. ROCK, *Shareholder Eugenetics in the Public Corporation*, in *Cornell Law Review*, 2012, vol. 97, 849 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 231 ss.

acquisto (comma 2); c) *perdita del voto maggiorato*: la cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito, nonché la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'art. 120, comma 2, t.u.f., comporta la perdita della maggiorazione del voto; inoltre, salva diversa disposizione dello statuto, il diritto di voto maggiorato è conservato in caso di successione *mortis causa* e di fusione e scissione del titolare delle azioni e il voto maggiorato si estende alle azioni emesse nell'ambito di aumenti di capitale gratuiti (comma 3).

È proprio quello della perdita della maggiorazione del voto il profilo decisivo ai nostri fini perché si prevede che il cambio di controllo integra una causa legale di automatica conversione delle azioni a voto maggiorato in azioni prive della maggiorazione del voto; ancora più chiaramente, il *change of ownership* comporta l'estinzione della maggiorazione del voto in capo all'azionista fedele, esito coerente con la precisazione normativa secondo la quale le azioni in questione non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c.⁶²²

La dotazione non permanente che costituisce il tratto essenziale delle azioni a voto maggiorato, quindi, può trasferirsi solo al successore per causa di morte, ovvero per fusione o scissione di società; essa non si trasla invece sul cessionario a titolo oneroso o gratuito delle azioni, né tantomeno sul titolare di diritti reali frazionari che su quelle medesime azioni siano stati costituiti per atto *inter vivos*.

Controversa è invece la possibilità che lo statuto contempri una condizione sostanziale di appartenenza estendendo l'operatività delle clausole che ammettono la circolazione infragruppo delle azioni, in presenza di divieti di circolazione (c.d. clausole di *change of control* in forza delle quali non si considera attivata la clausola in presenza di operazioni di cessione, purché infragruppo); ove la si ammettesse, il nuovo socio voterebbe con voto maggiorato, sebbene la relativa condizione sia maturata in parte in capo a diverso soggetto facente parte del gruppo.

La questione di vertice che la precisazione del legislatore sottende attiene allora alla ipotizzabilità di un nuovo equilibrio tra il principio di correlazione tra rischio e

⁶²² Cfr. F. PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 755 ss.

potere⁶²³ e quello di parità di trattamento degli azionisti in un ordinamento che, tradizionalmente e in netta controtendenza rispetto ai sistemi angloamericani, vede la decisa prevalenza delle società a struttura proprietaria concentrata e che, rispetto alle società chiuse, ha registrato la focalizzazione del dibattito dottrinale sulle azioni a voto plurimo di cui all'art. 2351, comma , c.c.⁶²⁴. Beninteso, la maggiorazione del

⁶²³ Il principio “un’azione-un voto”, secondo alcuni, non sarebbe infatti sorretto né da giustificazioni di analisi economica del diritto né da studi empirici e, perciò, avrebbe natura di regola puramente dispositiva. Cfr. G. FERRARINI, «Un’azione -un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, 24 ss. Sulla derogabilità dei principi di uguaglianza degli azionisti (art. 2348, comma 1, c.c.) e di uguaglianza proporzionale dei diritti patrimoniali (art. 2350, comma 1, c.c.), v. P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 71 ss.; U. TOMBARI, “Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”: verso uno “statuto normativo” per l’investitore di medio-lungo termine?, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, 303 ss.

⁶²⁴ Per completezza si segnala che la legittimità delle azioni a voto plurimo era stata già sostenuta da T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Arch. giur.*, 1925, 23 ss., nonché da A. SCIALOJA, *Voto plurimo*, Roma, 1925; per la storia legislativa delle azioni a voto plurimo in Italia: v. A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, Milano, 1961. Prima della Riforma del 2003, non mancavano voci favorevoli alla conservazione del divieto di emettere azioni a voto plurimo, anche alla luce dell’assenza di disposizioni del codice di commercio in materia e delle indicazioni desumibili dalla Relazione al codice civile (n. 955) che, pur non negando che il sistema del voto plurimo fosse stato «un comodo strumento di dominio o un necessario metro di difesa», sosteneva che nel nuovo sistema di «economia controllata» l’istituto non possedeva più «un’ apprezzabile funzione»; si allude, in particolare, a N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, cit., 131 ss., il quale osserva: «A favore della conservazione del divieto militano invero anche ulteriori considerazioni che assumono una peculiare pregnanza con riferimento alle società quotate in mercati regolamentati: in tali società, infatti, il ricorso ad azioni a voto plurimo potrebbe ridurre sensibilmente la contendibilità del controllo societario, pregiudicando nel contempo la stessa confrontabilità dei titoli offerti sul mercato dall’emittente. Il primo aspetto è più noto ed esplorato, grazie anche ai contributi della dottrina americana che denuncia da tempo gli effetti perversi del *cumulative voting* ed il suo frequente utilizzo quale tecnica di difesa preventiva contro *takeover* ostili. Non meno rilevante appare tuttavia il secondo profilo critico. Com’è stato ancora di recente sottolineato, nella prospettiva del mercato la funzione dell’azione si risolve in primo luogo nel permettere di riconoscere alla partecipazione sociale un prezzo unitario, riferito cioè a quella unità che si denomina appunto azione; e se in presenza di più categorie di azioni tale concetto va naturalmente relativizzato, e dunque riferito a ciascuna di esse, ai fini della corretta formazione e articolazione dei relativi prezzi di mercato permane pur sempre l’esigenza di poter valutare e confrontare i titoli appartenenti alle varie categorie secondo criteri omogenei. Ora, essendo ormai acquisito che anche il diritto di voto costituisce un elemento essenziale ai fini della determinazione del valore di mercato del titolo - com’è inequivocabilmente attestato dalla vicenda del premio di maggioranza e dal significativo delta differenziale tuttora riscontrabile tra il prezzo delle azioni con diritto di voto e quello delle azioni di risparmio non convertibili-, vi è da chiedersi se il riconoscimento di un’indiscriminata variabilità statutaria in ordine a tale profilo non finisca per precludere (o comunque non rischi di pregiudicare seriamente) una corretta formazione del prezzo unitario dei titoli di categoria». Sulle «eternità

voto non è l'unica soluzione praticabile perché il raggiungimento della medesima finalità, ad esempio, può prevedere modifiche apportate allo statuto sociale per garantire maggiore tutela ai soci di minoranza attraverso l'innalzamento dei *quorum* deliberativi in seno all'assemblea dei soci, fino a richiedere il voto determinante del socio minoritario. Tali *quorum* più elevati possono essere richiesti per tutte le principali decisioni degli organi societari (es. approvazione di investimenti od operazioni di determinate entità, modificazioni statutarie, eventuale potenziamento della capacità di indebitamento della società). In alternativa, qualora non si opti per l'innalzamento delle maggioranze assembleari, lo stesso risultato può essere raggiunto mediante l'attribuzione di *weighted voting rights*⁶²⁵ ad una classe di azioni o alle azioni detenute da un certo socio: l'obiettivo è perseguito per effetto dell'attribuzione ai titolari di una sorta di potere di veto in ordine a determinate delibere, impiegando azioni che moltiplicano il diritto di voto in esse incorporato⁶²⁶. Di contro, nelle società chiuse la limitazione del voto potrebbe essere ottenuta mediante una clausola che circostringe il possesso azionario;

negative» del *cumulative voting*, v. F.H. EASTERBROOK–D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Massachusetts, 1996, 73 ss., nella misura in cui esso «gives disproportionate weight to certain minority shares, and the lack of proportion once more creates an agency cost of management» e finisce per «divorce control from the residual claim, and we predict that they reduce the value of the firm»). Per un'analisi di diritto comparato, v. S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCIANO, *La deviazione dal principio «un'azione un voto» e le azioni a voto plurimo*, Quaderni giuridici Consob, 2014; da ultimo, cartina di tornasole delle persistenti ostilità verso l'istituto, è la scelta di abolire (1998) le azioni a voto plurimo in Germania: sul punto, v. G.B. PORTALE, *La legge azionaria tedesca cinquanta anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2014, 301.

⁶²⁵ In Inghilterra il *leading case* *Bushell v. Faith* (1970 AC 1099) ha definitivamente confermato la legittimità di tale pratica; la legittimità dell'attribuzione di *weighted votes* si inseriva in una controversia legata a una delibera finalizzata alla revoca di un amministratore che, mediante l'attribuzione di diritti di voto con diverso peso specifico, diventava in pratica inamovibile.

⁶²⁶ In dottrina, per tutti, v. M. SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, 337 ss.; l'A. rileva: che le «istanze partecipative siano, nel tipo azionario, da riconnettersi necessariamente ai soci, e a tutti i soci, e in proporzione poi al loro investimento — secondo il generale principio capitalistico (o plutocratico) — pare oramai un assunto per larghi tratti estraniato da un nucleo tipologico che si voglia ritenere davvero inderogabile [...] Ma soprattutto vi depone la possibilità che almeno sino alla metà del capitale sociale possa essere del tutto estromessa dal voto, o che una parte minoritaria del capitale sociale possa, grazie alle azioni a voto plurimo, arrivare a triplicare la sua rappresentatività in assemblea, o che determinate ed importanti scelte siano in certa misura, come avviene nelle modalità di nomina mediante il voto di lista, per definizione accordate (anche) alla *minor pars*», *ivi*, 345-346.

sul piano sostanziale gli effetti sono analoghi a quelli di una clausola limitativa del diritto di voto a una misura massima (art. 2351, comma 3, c.c.)⁶²⁷.

La vicenda delle azioni a voto maggiorato e a voto plurimo⁶²⁸ conferma che il principio capitalistico è ancora pertinente al tipo azionario, ma solo in via residuale⁶²⁹: senza perciò poter delegittimare scelte statutarie che portino la maggioranza dei voti a divaricarsi, anche di molto, dalla maggioranza dell'investimento⁶³⁰; anche sulla scorta dell'introduzione della maggiorazione del

⁶²⁷ La clausola limitativa del possesso azionario limiterebbe a monte il diritto di voto: prova ne è che, secondo la tesi prevalente, l'introduzione o la soppressione della stessa è inquadrabile tra le modificazioni inerenti ai diritti di partecipazione e, in quanto tale, rappresenta causa inderogabile di recesso *ex art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.* Cfr., in dottrina, A. POMELLI, *Autonomia statutaria e parità di trattamento tra soci: il caso dei limiti al possesso di quote sociali differenziate per categorie di soci*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 861. Recesso la cui applicabilità invece appare controversa ove nello statuto si predetermini una contingentazione quantitativa delle azioni interessate da pattuizioni di *tag-along*, previo ricorso a criteri numerici di calcolo.

⁶²⁸ In dottrina: M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134 ss.; V. CARIELLO, *“Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo”*, *ivi*, 2015, 164 ss., il quale reputa che l'esclusione del diritto di recesso per le azioni a voto maggiorato (art. 127- *quinquies*, comma 6, t.u.f.) sia passibile di censura di incostituzionalità, *ivi*, nt. 100; ID., *Gruppi e minoranze non di controllo: dalla tutela risarcitoria a quella “organizzativa” e “procedimentale” (all'alba delle azioni a voto potenziato)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 278 ss.; ID., *«Un formidabile strumento di dominio economico»: contrapposizioni teoriche, “battaglie” finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due guerre mondiali*, in F. BRIOLINI (a cura di), *Principio capitalistico quo vadis*, Torino, 2016, 91 ss.; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in V. DI CATALDO-MELI-PENNISI (a cura di), *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, *Impresa e società*, Milano, 2015, 3 ss.; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015, 153 ss.; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 491 ss.; C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 1 ss.; M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512 ss.; nonché gli interventi di C. ANGELICI – P. MONTALENTI – F. DENOZZA – M. LIBERTINI – V. CALANDRA BUONAURA in occasione del seminario *“Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA”*, ora pubblicati in *Giur. comm.*, 2015, I, (rispettivamente) 217 ss., 221 ss., 236 ss., 244 ss., 251 ss. In giurisprudenza, per la qualificazione come assoluta della presunzione di controllo in capo al socio che dispone della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea, v. Cass., 3 maggio 2017, n. 10726, in *Giur. it.*, 2018, 393 ss., con nota di I. POLLASTRO, *Controllo e collegamento nella disciplina dell'OPA*.

⁶²⁹ Cfr. F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, *cit.*, 199, ove si osserva che «le nuove regole in materia di maggiorazione del dividendo e di maggiorazione del voto [...] premiano la “fedeltà” degli azionisti e ne condizionano le decisioni di investimento e disinvestimento su base soggettiva e personale».

⁶³⁰ Cfr. G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, *cit.*, 305, ove si legge: «è vero che le azioni a voto limitato e senza voto non possono rappresentare più della metà del capitale sociale, che un'azione a voto plurimo non può concedere più di tre voti, che il voto maggiorato non può spingersi fino a

dividendo⁶³¹ emerge allora che il legislatore ha inteso assegnare rilievo a gruppi di azionisti contraddistinti da diritti all'utile e al voto parzialmente diversi, benché i soci appartenenti a detti differenti gruppi non siano titolari di azioni di diversa categoria. L'elemento che rende omogenei tali gruppi risiede nella (breve o medio-lunga) durata dell'investimento azionario e, in altri casi, poggia sulla maggiore o minore attitudine condizionante delle decisioni sociali⁶³². La scelta operata nell'art. 127-

riconoscere più di due voti per azione, che uno strumento finanziario attribuito il voto (e quindi limitante il potere dell'azionista) non può attribuire un voto generale. Ma da tutti questi limiti strutturali dettati per singoli strumenti di alterazione del principio di proporzionalità, frutto di scelte legislative effettuate in tempi diversi e – come è lecito arguire – senza alcuna visione di insieme, non emerge (allo stato) un preciso limite di sistema, suscettibile di essere invocato come limite generale applicabile tanto agli strumenti che non prevedono limiti strutturali espressi (come il tetto di voto) quanto all'utilizzo congiunto di una pluralità di strumenti di alterazione del principio di proporzionalità, la cui compatibilità non sia esclusa dall'ordinamento. Ciò comporta che l'assenza di limitazioni quantitative minime nella fissazione del tetto di voto non possa essere rimediata né da un inesistente limite generale di sistema né dall'invocazione di limiti dettati per altri strumenti nel difetto dei presupposti per l'estensione analogica delle specifiche disposizioni che fissano quei limiti. Sotto quest'ultimo profilo, in particolare, il tetto di voto generale introduce una forma di limitazione del voto che per un verso lo avvicina alle azioni a voto limitato, ma che per altro verso presenta caratteristiche del tutto eterogenee. Le azioni a voto limitato, infatti, possono provocare un'alta concentrazione di potere nelle mani dei soci titolari di azioni a voto pieno/plurimo, e proprio per questo se ne circoscrive l'emissione entro la metà del capitale sociale. Viceversa il limite in esame impedisce la concentrazione del potere; e tanto più la impedisce quanto più bassa è la misura massima stabilita: il tetto a un voto rappresenta la più alta dispersione del potere in rapporto al capitale investito. Ne deriva che, mancando i presupposti per l'analogia, al tetto di voto generale non può applicarsi con gli opportuni adattamenti il limite di cui all'art. 2351, 2° comma, c.c., nel senso che non si può ritenere inammissibile una clausola che provochi la perdita di più del 50% dei voti astrattamente esercitabili per effetto del tetto stabilito, quale che sia, in relazione alla distribuzione della proprietà azionaria».

⁶³¹ G.A. RESCIO, *Clausole di maggioranza del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo, cit.*, 293 ss.; R. CUGNASCO, *La maggioranza del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 934 ss. Contrario alla maggioranza del dividendo per ogni azionista fedele è N. DE LUCA, *Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater t.u.f.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 39 ss., che propone una concezione estremamente rigorosa del principio di uguaglianza azionaria.

⁶³² Coerente con tale affermazione è la ricostruzione delle azioni a voto maggiorato come azioni che «lungi dall'essere una categoria, non sono altro che azioni «a peso variabile», nel senso che rendono il peso di ciascun azionista variabile di momento in momento in funzione, non solo della quantità delle sue azioni e del tempo trascorso dall'instestazione delle stesse, quale risultante dall'apposito elenco, ma anche del «peso» di tutte le altre azioni in quel dato momento», così L. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: considerazioni d'ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 333-334.

quinquies t.u.f. nel senso della tipizzazione del *change of ownership* impone, a questo punto, alcune ulteriori considerazioni. Ci si interroga, innanzitutto, se l'avvenuta tipizzazione del *change of control* nel campo delle società aperte consenta di ipotizzare una trasposizione di tale meccanismo anche nelle s.p.a. chiuse. Tale questione implica la risoluzione di un problema preliminare, che è quello inerente all'ammissibilità della maggiorazione del voto nelle società non quotate⁶³³; a parere di chi scrive, l'estensione può rivelarsi percorribile dal momento che le categorie di azionisti rappresentano una tecnica più immediata – alternativa a quella delle categorie di azioni – per aggregare interessi rilevanti nelle società azionarie allorché questi interessi possano essere soddisfatti con la creazione di gruppi di soci portatori di interessi omogenei non del tutto allineati a quelli degli altri membri della compagine sociale. In tal senso depone anche un rilievo prettamente empirico, e cioè che legare a doppio filo la maggiorazione del voto alla partecipazione azionaria restituirebbe una visione solo parziale della realtà societaria, dal momento che anche in alcune s.p.a. chiuse i comportamenti (e gli interessi) degli azionisti si calibrano in base ai diversi interessi perseguiti nell'investimento azionario (es. *private equity*/*venture capital*) e, in quanto tali, possono essere oggetto di una peculiare considerazione tarata sulla durata dell'investimento⁶³⁴. Non può quindi sostenersi che la spersonalizzazione del

⁶³³ Favorevoli all'ammissibilità della maggiorazione del voto nelle s.p.a. non quotate, M. LIBERTINI e N. ABRIANI, entrambi nell'intervento al seminario "*Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*", in *Giur. comm.*, 2015, I, 244 e 247 ss.; nonché la massima n. 48 del 2014 del Consiglio Notarile di Firenze.; *Contra* C. ANGELICI, *ivi*, 213 ss., per il quale nelle società chiuse l'unico strumento di possibile diversificazione dell'investimento azionario è rappresentato dalle categorie di azioni; l'A. argomenta la sua posizione chiarendo che nelle società aperte i diversi comportamenti sul mercato finanziario da parte degli azionisti mossi da interessi eterogenei assurgono ad indicatori delle motivazioni dell'investimento e segnalano a quale delle diverse categorie di investitori l'azionista appartiene.

⁶³⁴ Paradigmatico è il caso dell'azionariato dei dipendenti che, in quanto strumentale a rinsaldare l'*affectio* e la comunanza di interessi con la società, non impedirebbe di ricompensare anche nelle società chiuse tale fedeltà con un dividendo o un voto maggiorato in funzione della durata del legame. Ulteriori indicazioni favorevoli all'estensione del voto maggiorato alle s.p.a. chiuse si rinvencono in P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 452, che, pur con qualche perplessità, rileva che il voto maggiorato sfrutta una tecnica per molti versi affine al voto scagionato o massimo, siccome la sua diversa modulazione (in senso ampliativo o restrittivo) si fa discendere comunque da una situazione soggettiva dell'azionista (quantità del possesso azionario o durata dello stesso), e non da una caratteristica intrinseca dell'azione; l'argomento *a fortiori* si rinviene nel fatto

socio – tradizionalmente ritenuta il vero e proprio *dna* della s.p.a. – sia oggi compatibile soltanto con le diversificazioni attuabili mediante le categorie di azioni⁶³⁵, a meno di non voler ritenere che la disciplina conformativa del diritto di voto attribuibile alle azioni risulti più liberale nelle società quotate che non nelle s.p.a. chiuse⁶³⁶. Definita in senso positivo tale questione, non si vede perché nello statuto di una s.p.a. chiusa non possa includersi una previsione analoga a quella dell'art. 127-*quinquies*, comma 3, t.u.f. che, rendendo permeabile la società alle vicende che interessano il suo socio di controllo stabilisce il venir meno della maggioranza del voto, parifica la cessione della partecipazione beneficiata dalla maggioranza del voto al trasferimento della partecipazione di controllo nella società titolare della partecipazione beneficiata dalla maggioranza stessa. In via statutaria può quindi riprodursi, anche nelle s.p.a. chiuse, il principio in forza del quale la protratta titolarità della partecipazione, presupposto al verificarsi del quale matura il beneficio della maggioranza, si riferisce alla invarianza del soggetto che si trova al vertice della catena di controllo societario e non, invece, al solo titolare immediato di tale partecipazione⁶³⁷; inoltre, la formulazione della norma che qui si

che, sebbene tradizionalmente il voto scalare e il voto massimo fossero istituti esclusivi delle s.p.a. chiuse, oggi risultano fruibili da ogni s.p.a.

⁶³⁵ P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 177 ss., 184, il quale ammette un certo grado di «soggettivizzazione dei diritti *corporativi* o sociali», come nel caso del dividendo fedeltà attribuibile a tutti gli azionisti o ai portatori di una determinata categoria di azioni, iscritti al libro soci per un certo numero di esercizi sociali e ripartito in proporzione alle azioni possedute, oppure alla ipotesi in cui in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto (art. 2351, comma 3, c.c.) la partecipazione alle perdite o agli utili incida rispettivamente in misura inferiore o superiore rispetto alla percentuale di capitale rappresentata dalle azioni detenute dal singolo soggetto; già A. MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, 449.

⁶³⁶ Si pensi, da ultimo, all'aumento di capitale oneroso con clausola *bonus shares*, ove viene dedotto in condizione un evento soggettivo, legato alla volontà del soggetto assegnatario delle ulteriori azioni e impiegata come beneficio riconosciuto ai soci che osservano un determinato comportamento nell'interesse della società e dei soci (es. non alienazione da parte dei soci delle azioni sottoscritte per un determinato lasso di tempo).

⁶³⁷ Cfr. E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto" (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio "stabile" o truccage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 104; l'A. sostiene che l'art. 127-*quinquies* t.u.f. abbia «ad oggetto un problema di "permeabilità" tra società in relazione al potenziale rischio di ingerenza della controllante nei processi decisionali della controllata, non si vede la ragione di tale esclusione. Il problema, ovviamente, non si pone nel caso del controllo diretto (ché il controllo

prende a modello sembra considerare il fatto in sé dell' idoneità ad influire sui processi decisionali della società controllata, a prescindere dal se tale influenza sia ascrivibile ad un controllante unico, ovvero a una pluralità di controllanti, potendosi allora ritenersi coperta dalla previsione anche la fattispecie del controllo congiunto. L'attualità della maggiorazione del voto è da ultimo testimoniata non solo dalla fattispecie legale di conversione in azioni ordinarie al verificarsi del cambio di controllo, ma anche da una serie di ulteriori implicazioni che il trasferimento del pacchetto di riferimento pone e che sono state di recente oggetto di fermento legislativo; muovendo dal presupposto che il socio di società quotata, per ottenere il beneficio della maggiorazione, deve risultare titolare ininterrottamente della partecipazione per almeno ventiquattro mesi, quando questi vada a cederla, l'acquirente non ottiene la maggiorazione, diversamente da quanto accade nelle società chiuse, nelle quali il voto plurimo si declina come vera e propria categoria oggettiva di qualificazione⁶³⁸. Prima della sua definitiva approvazione, il D.L. 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. *Decreto Rilancio*) riportava al suo interno la previsione nel nostro ordinamento dell'estensione del meccanismo del voto plurimo agli emittenti azioni quotate; tale innovazione non è stata poi recepita in sede di conversione ma dalla bozza si desumono indicazioni significative anche per un riassetto delle cc.dd. *loyalty shares* in una prospettiva *de iure condendo*. Infatti, per esigenze di coordinamento tra i due meccanismi, potrebbe ipotizzarsi che, una volta che si perverrà all'introduzione del voto plurimo anche per le s.p.a. quotate, allineando la disciplina

contrattuale diretto non attribuisce al controllante alcun diritto di voto e, pertanto, non determina alcun problema di maggiorazione del voto) ma appare rilevante in quello indiretto (cioè il caso del controllo contrattuale di una società che abbia il controllo interno della società titolare delle partecipazioni beneficiarie dalla maggiorazione del dividendo). Per tutto quanto osservato, l'identità di *ratio* e l'irragionevolezza della difformità di trattamento ci fanno ritenere la disposizione applicabile analogicamente all'ipotesi del controllo contrattuale», *ivi*, 106.

⁶³⁸ La questione è di non poco momento per l'impatto corporativo che determina. Si riporta qui il caso limite del presidente dell'assemblea di s.p.a. che sia anche socio, evenienza che arriva finanche ad equiparare *quoad effectum* l'eventuale previsione di un *casting vote* alla titolarità di azioni a voto maggiorato. Valgano però, rispetto a questo esempio, i *caveat* di G. OPPO, *Note sull'istituzione dei non concepiti*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1948, 66, ad avviso del quale il caso limite «costituisce – purché non si perda il senso delle proporzioni fra regola ed eccezione – un ottimo posto di osservazione scientifica».

a quella degli altri sistemi europei, la previsione nel senso della perdita della maggioranza del voto costituirà un elemento distonico meritevole di rimeditazione, soprattutto perché, per come attualmente configurate, le *loyalty shares* concorrono a riconsolidare proprio quegli assetti di controllo che la maggioranza del voto intendeva depotenziare, marginalizzando ulteriormente le minoranze azionarie⁶³⁹. Esito che, peraltro, sembra essere preconizzato già da alcune incongruenze interne all'art. 127-*quinquies* t.u.f. nella sua attuale formulazione; infatti, se è vero che, al netto delle ipotesi di conservazione espressamente contemplate, la modificazione formale dell'azionista determina la perdita della maggioranza con la conseguente illegittimità di una clausola statutaria di segno contrario che, in tesi, faccia conservare o maturare le condizioni per la maggioranza in caso di trasferimenti infragruppo, è anche vero che è la stessa norma a far salva l'eventualità in cui lo statuto limiti le vicende di fusione o scissione a quelle nelle quali non si determini cambio di controllo e, viceversa, vi sia perdita del voto maggiorato nelle altre ipotesi⁶⁴⁰. Disallineamento che genera non pochi dubbi sulla disponibilità o meno dell'effetto della perdita della maggioranza previsto dalla legge in caso di cambiamento formale del titolare.

4.2 Cambio di controllo e crowdfunding.

La positivizzazione del cambio di controllo nell'ambito del *crowdfunding*⁶⁴¹ costituisce una delle indicazioni più significative nel senso della sedimentazione del congegno

⁶³⁹ In argomento, M. SAGLIOCCA, *Azioni a voto plurimo nelle società quotate: occasione persa o soltanto rimandata?*, in *Società*, 2020, 794, il quale ravvisa rispetto alla la disciplina della maggioranza del voto una eterogeneità dei fini, che ha trasformato l'istituto in una sorta di *boomerang* in grado di stabilizzare all'infinito il controllo di alcuni azionisti con la metà dello sforzo; cfr. P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze e sistema dei controlli*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, cit., 51 ss.

⁶⁴⁰ La questione è approfondita da C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 794, cui si rinvia anche i materiali statutari richiamati in nota.

⁶⁴¹ Sul tema, senza pretesa di esaustività: G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le Pmi: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 203 ss.; A. OTTOLIA, *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2014, I, 43 ss.; U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione*

in esame anche nell'ordinamento interno non solo per la massima attualità del settore disciplinare nel quale va ad inserirsi⁶⁴², ma anche perché potrebbe costituire un fattore di impulso alla raccolta di capitali tramite piattaforme *online*; tale scelta del legislatore, infatti, concorre ad alimentare una maggiore governabilità del meccanismo e, soprattutto, consente all'aspirante investitore di valutare *ex ante* quali sono i fattori che possono condizionare l'operazione di finanziamento⁶⁴³, specie perché questa si attua con il concorso di soggetti non professionali (il c.d. *tap the crowd*)⁶⁴⁴. Inoltre, la formulazione degli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* t.u.f. conferma che il legislatore non si è soltanto limitato a prevedere espressamente il cambio di controllo, declinato come vicenda relativa alla compagine societaria dell'emittente nel periodo successivo alla chiusura dell'offerta e inteso anche come ricambio del controllo a monte della catena partecipativa, ma ha disciplinato una articolata gamma di rimedi attivabili una volta che questo si verifichi e che impattano sulla *corporate governance*⁶⁴⁵. Si tratta di contromisure che depongono tutte nel senso di una maggiore tutela dell'investitore che potrebbe trovarsi in una situazione

all'avanguardia o un'occasione mancata?, Torino, 2013; M.L. VITALI, Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio, in *Riv. soc.*, 2014, 371 ss. In generale, sui profili societari delle start-up innovative, v. M. MALTONI – P. SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, 1113 ss.; E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013; P. BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 101 ss.; M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, *ivi*, 2014, 1178 ss.

⁶⁴² Risale all'ottobre 2020 l'approvazione definitiva da parte del Parlamento europeo dell'accordo raggiunto con il Consiglio sul nuovo quadro normativo per promuovere le piattaforme di crowdfunding e tutelare gli investitori, (è stato pubblicato in GU UE, il 20 ottobre 2020 il Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese).

⁶⁴³ Per una disamina dei profili di maggiore rilevanza della fattispecie, cfr. E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2287 ss., spec. 2306-2307.

⁶⁴⁴ Cfr. C.S. BRADFORD, *Crowdfunding and the federal securities law*, in *Columbia Business Law Review*, 2012, 117, il quale rileva che le piattaforme di ECF «are a more desirable locus for any conditions necessary for investor protection».

⁶⁴⁵ Da ultimo, O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, spec. 1215-1217.

potenzialmente dannosa o, comunque, sconveniente, per effetto del riassetto della proprietà azionaria che abbia interessato la società offerente⁶⁴⁶.

La previsione è tanto più significativa se vagliata alla luce della fisiologica illiquidità che connota l'investimento mediante *equity crowdfunding*, in ragione delle difficoltà degli azionisti a disinvestire la loro partecipazione in assenza di un mercato secondario⁶⁴⁷.

La risposta normativa, però, contribuisce anche a stroncare i comportamenti opportunistici che una vicenda di cambio di controllo solitamente determina: questa, infatti, oltre all'eventualità di una prospettiva futura di scarsi guadagni, potrebbe anche attivarsi semplicemente per effetto della presentazione di un'offerta allettante da parte di altra società e quindi gli azionisti potrebbero ritrovarsi non soltanto a subire le asimmetrie informative⁶⁴⁸, in parte dovute alla loro scarsa conoscenza dell'andamento del mercato, ma finirebbero anche per non trovare potenziali acquirenti delle loro partecipazioni di assoluta minoranza; essi si ritroverebbero intrappolati nella compagine sociale anche con l'avvento di un nuovo socio di controllo. In quest'ottica, si rivela coerente anche l'obbligatorietà della presenza della clausola di covendita e del diritto di *exit* per i primi tre anni successivi al perfezionamento dell'offerta, sul presupposto che, decorso tale termine, la protezione dei *crowd-investors* spetti al mercato. Si è inteso quindi incidere sull'autonomia statutaria, conformandola attraverso la previsione di strumenti

⁶⁴⁶ F. MACCHI, *Corporate Law and Economics of equity crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, 561: «Moreover, the platforms shall verify that the companies' bylaws alternatively provide a tag-along clause or the right of withdrawal to shareholders, in the case of change in the majority. The provision grants a way-out to crowdfunders in a potentially dangerous situation [...] Crowdfunders have also the right to withdraw from their investment within 7 days after the purchase of equity on the platform, without any cost and justification». L'A. rimarca anche la finalità di protezione dell'investitore non professionale che si accompagna alla scelta legislativa, facendo leva sul potenziale opportunistico che il *change of control* dischiude, *ivi*, 580-581.

⁶⁴⁷ Si veda lo studio di A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 721-723.

⁶⁴⁸ I costi per perequare le asimmetrie informative sarebbero insostenibili; tuttavia, in questi casi soccorre la c.d. *wisdom of the crowd*, sul presupposto che «crowds may be better at spotting a diamond in the rough than experts», così D.M. IBRAHIM, *Equity Crowdfunding: A Market for Lemons*, in *Minnesota Law Review*, 2015, 597.

indiretti di tutela degli investitori non professionali che, per effetto del cambio di controllo verificatosi in un momento successivo allo svolgimento dell'operazione *online*, hanno visto mutare la propria posizione in quella di soci di minoranza⁶⁴⁹. Al di là delle difficoltà di coordinamento di tali previsioni con la normativa primaria (specie per quanto attiene al recesso contemplato dalla fonte regolamentare), si nota un capovolgimento di prospettiva rispetto alle dinamiche proprie del *venture capital*. In quel caso, la gestione del trasferimento della partecipazione di riferimento è fondata sulla negoziazione diretta tra soci di maggioranza ed investitore professionale esterno ed è strumentale a predeterminare le conseguenze della variazione del controllo successive al suo ingresso in società⁶⁵⁰ ed a tutelare il valore economico del suo investimento; nel caso del *crowdfunding*, invece, si assiste all'unilaterale predisposizione di clausole di covendita da parte dell'emittente⁶⁵¹ che, stante l'asimmetria che si riscontra tra le parti, gli investitori non professionali possono soltanto accettare. In mancanza di tali rimedi, i *crowdfunders* sarebbero privati della possibilità di concorrere a negoziazioni potenzialmente convenienti, nonostante la minima entità della loro partecipazioni, e tale rischio si amplificherebbe tutte le volte in cui il socio di riferimento alieni il pacchetto di controllo verso la corresponsione di un premio di maggioranza; la dottrina statunitense ha infatti opportunamente notato che «*without protection, crowdfunders would be left to continue waiting for an IPO, which may never come, in order to realize the value*

⁶⁴⁹ Cfr. anche A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1279-1281, ad avviso del quale la disciplina dell'*equity crowdfunding* «si presenta in massima parte come un esercizio di sottrazione [...] di interi presidi o di loro porzioni, cui in genere fanno seguito nuovi, ridotti innesti», *ivi*, 1293.

⁶⁵⁰ L'arco temporale considerato è sufficientemente ampio; il *change of ownership* regolamentato in questa sede copre infatti l'eventualità in cui i soci di controllo, durante un periodo minimo di tre anni decorrenti dalla conclusione dell'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi.

⁶⁵¹ Si tratta di un duplice piano di tutela, il primo, che attiene agli obblighi di verifica del gestore, tenuto a controllare la sussistenza delle anzidette previsioni nello statuto dell'emittente; il secondo, finalizzato a consentire all'investitore di conoscere — nell'ambito dei flussi informativi concernenti ogni singola offerta — se tali meccanismi effettivamente sono previsti e come si modulano in statuto.

of their illiquid shares, even while other investors sell their interests and take profits, including a control premium in many cases»⁶⁵².

In un contesto del genere, quindi, non convince molto la fungibilità tra rimedi⁶⁵³ che il Regolamento *crowdfunding* (art. 24, comma 1, lett. a) sembra aver presupposto tra covendita e *exit* ma, al netto delle incongruenze segnalate⁶⁵⁴, l'intento legislativo di assicurare tutela all'investitore in tutti i segmenti dell'investimento non può che ricevere apprezzamento⁶⁵⁵.

⁶⁵²J. WROLDSEN, *The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd*, in *Vanderbilt J. of ent. and tech. law*, 2013, 635.

⁶⁵³ Cfr. M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in italia. dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 681-682, secondo il quale «entrambi i rimedi hanno la funzione di mitigare il problema di agenzia che sussiste tra il socio di maggioranza e quello di minoranza»; l'A. richiama J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*³, Oxford, 2017, 29 ss.

⁶⁵⁴ Ulteriori approfondimenti in A. DENTAMARO, *Equity crowdfunding, trasferimento del controllo e strumenti a difesa dell'investitore. qualche problema applicativo?*, in *giustiziacivile.com*, 2017.

⁶⁵⁵ Cfr. M.L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, cit., 384; l'A. ribadisce che il legislatore mira ad «evitare che — nel momento in cui viene promossa l'offerta — di essa non risulti destinataria esclusivamente la clientela *retail*, ritenendo la partecipazione all'investimento da parte dell'« investitore professionale » (o di particolari «categorie di investitori» comunque individuate dalla Consob) in funzione di presidio rispetto a un'eccessiva assunzione del rischio; e che — successivamente all'offerta medesima — non si verificano variazioni significative nel capitale sociale dell'emittente con il disinvestimento da parte dei soci di controllo».

GLI ACQUISTI POTESTATIVI DELLA PARTECIPAZIONE AZIONARIA
TOTALITARIA E IL DISINVESTIMENTO FORZOSO

SOMMARIO: 1. Individuazione delle forme di acquisto potestativo e tutela dell'acquirente. - 2. La clausola di russian roulette nell'ambito delle cc.dd. *buy-sell provisions*. - 2.1 Fisiologia degli stadi decisionali e progressiva legittimazione giurisprudenziale della *russian roulette*. - 2.2 *Russian roulette*: vaglio di legittimità e giudizio di meritevolezza. - 2.3 *Russian roulette* ed equa valorizzazione della partecipazione sociale. - 2.4 *Russian roulette* e compatibilità con il divieto di patto leonino. - 2.5 L'ipotizzabilità di una "statutarizzazione" delle *dissolution provisions*. - 3. *Squeeze-out* statutario: ricostruzione normativa, presupposti e conformazione della proprietà azionaria. - 3.1 Il trasferimento coattivo della proprietà azionaria come nucleo centrale della fattispecie: acquisto della proprietà azionaria mediante *squeeze-out* e perdita dello *status socii*.

1. Individuazione delle forme di acquisto potestativo e tutela dell'acquirente.

Se i meccanismi tracciati finora, pur nella eterogenità delle implicazioni che pongono, hanno consentito di rinvenire una base consensuale alla loro attivazione, l'attenzione deve essere ora concentrata su alcune peculiari forme di acquisto potestativo della partecipazione azionaria, specie totalitaria, in ragione dell'impatto sulle strutture corporative che da esse discende. Giova premettere che, in una prospettiva puramente contrattuale, una regola statutaria che ponga l'azionista, attuale o futuro, in assenza di una sua espressa manifestazione di volontà, in una posizione di soggezione nei confronti di un terzo (non ancora determinato) appare difficilmente giustificabile⁶⁵⁶; si tratta di una refrattarietà che affonda le sue radici in

⁶⁵⁶ Da ultimo, sugli strumenti ad effetto ablativo della partecipazione sociale e sulla posizione del socio che passivamente li subisce, si rinvia alle riflessioni di M. CIAN, *Riscatto della partecipazione vs esclusione del socio nella s.r.l.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1192 ss., le quali – benché circoscritte al tipo s.r.l. – offrono indicazioni utili nella più ampia prospettiva della riallocazione della proprietà delle partecipazioni sociali, *ivi*, 1200 ss.

quelle tesi – ormai da tempo avversate in dottrina - che rinvenivano nel diritto alla titolarità della partecipazione azionaria l'unico diritto individuale ed intangibile dell'azionista⁶⁵⁷.

Pur nei limiti di questa indagine, le fattispecie sulle quali ci si concentrerà (*russian roulette clause* e *squeeze-out* statutario) identificano vicende acquisitive di azioni altrui senza collaborazione o volontà del titolare al momento del suo esercizio⁶⁵⁸, ma di certo non esauriscono la pluralità delle forme di acquisto potestativo di azioni, il cui minimo comune denominatore si rintraccia nella realizzazione dell'effetto di un disinvestimento forzoso. È il caso, in primo luogo e in ragione della significativa attenzione riservata dalla dottrina all'istituto, del riscatto azionario, nonché di tutte le fattispecie che gravitano intorno all'acquisto coattivo di azioni e, in particolar modo, delle vicende relative all'escussione in autotutela del pegno su partecipazioni⁶⁵⁹: si tratta di ipotesi che identificano un'area problematica, all'interno della quale l'idea che, per effetto dell'esercizio di un diritto potestativo, si possa acquistare la partecipazione e, di conseguenza, determinare inesorabilmente la dismissione delle azioni da parte del precedente titolare, impone una riflessione sulla peculiare conformazione che la proprietà azionaria assume in questi casi⁶⁶⁰.

Può fin d'ora anticiparsi che i meccanismi di disinvestimento forzoso, in ragione del contesto organizzativo nel quale si inseriscono, tendono a rappresentare più uno strumento di coercizione indiretta di altre forme di disinvestimento, piuttosto che

⁶⁵⁷ Per tutti, V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, cit., 62 ss.

⁶⁵⁸ Tra i lavori monografici più recenti, v. M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, 60 ss., cui si rinvia per la critica alla tesi della natura espropriativa del riscatto azionario; nella prassi notarile, v. la massima n. 67 del 2018 del Consiglio notarile di Firenze, oggetto di commento da AA.VV., *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*, in *Riv. not.*, 2018, 671 ss.

⁶⁵⁹ L'ipotesi più elementare è quella del creditore che diventa socio, anche di maggioranza. In giurisprudenza, per le implicazioni connesse alla vendita coattiva di azioni, cfr. Trib. Milano, 14 novembre 2001, in *Società*, 2001, 197 ss., con nota di F. PLATANIA, *Operatività della prelazione in caso di vendita coattiva di azioni*.

⁶⁶⁰ Deve notarsi, inoltre, che l'ordinamento conosce e reputa legittime situazioni nelle quali una parte subisce l'esercizio di un diritto potestativo dell'altra: l'art. 1286 c.c. consente di attribuire ad una delle parti del rapporto obbligatorio una facoltà di scelta, che la controparte subisce; l'art. 1556 c.c. attribuisce all'*accipiens* del contratto estimatorio il potere di scegliere se pagare il prezzo o restituire le cose nel termine stabilito; l'art. 1520 c.c. — in materia di vendita con riserva di gradimento — attribuisce al compratore la facoltà di decidere se perfezionare il contratto o meno.

un'alternativa realistica, in ragione della precarietà finanziaria in cui può trovarsi – e normalmente si trova – una società finanziata con *venture capital*⁶⁶¹; è questa una delle circostanze che giustifica, da un lato, la resistenza dei soci investitori rispetto alla emissione di azioni riscattabili a scelta della società e, dall'altro, il *favor* per clausole di redimibilità che consentono, in via alternativa o cumulativa, un obbligo per la società di acquistare un determinato quantitativo di azioni dai soci, ovvero la facoltà per l'azionista privilegiato di forzare l'acquisto delle azioni da parte della società. Prima di prestare attenzione a tecniche negoziali elaborate nei sistemi di *common law* e che, solo di recente, hanno trovato un loro autonomo statuto nell'ordinamento societario interno, non senza una serie di adattamenti, si intende accennare ad un'ipotesi del tutto singolare, che si colloca agli antipodi del disinvestimento coattivo, non tanto per il coefficiente di potestatività intrinseco nell'operazione, quanto per il destinatario degli effetti della stessa⁶⁶². La fattispecie, peculiare per struttura ed effetti, è quella della rinuncia abdicativa del socio alla propria proprietà azionaria⁶⁶³, solo in superficie equiparabile all'ipotesi di una cessione delle azioni a titolo gratuito; infatti, la rinuncia abdicativa costituisce un atto unilaterale che pone la società destinataria della manifestazione di volontà dismissiva in una posizione di mera soggezione, mentre l'acquisto a titolo gratuito richiede il concorso volitivo della società medesima⁶⁶⁴. A differenza delle *dissolution provisions* e dello *squeeze-out*

⁶⁶¹ Lo segnala A. ZANONI, *Venture capital e diritto azionario*, cit., 102.

⁶⁶² Non vengono in rilievo problemi di titolarità delle azioni rinunciate, poiché la quota del netto riconducibile alle azioni dismesse resta stabilmente nelle mani della società e determina, in via indiretta, la dilatazione delle pretese residuali degli altri soci.

⁶⁶³ Si tratta di una vicenda negletta sia dal legislatore, sia dalla dottrina; affinché la rinuncia abdicativa alle azioni possa dirsi ammissibile, andrebbero richiamati, sia pur con i necessari adattamenti che la peculiare natura dell'oggetto del diritto postula, i criteri desunti dall'art. 1322, comma 2, c.c. e ribaditi, da ultimo, da T.A.R. Piemonte, 28 marzo 2018, n. 368, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 1547 ss., con nota di L.A. CALOIARO, *La rinunzia alla proprietà immobiliare tra principio di tipicità e funzione sociale*. Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, studio n. 216-2014/C, *La rinunzia alla proprietà e ai diritti reali di godimento*; nonché il Parere dell'Avvocatura generale dello Stato, n. 37243/17.

⁶⁶⁴ Sul tema, si vedano le illuminanti riflessioni di M. LAMANDINI – G. OTTOLENGHI, *La rinuncia abdicativa alle azioni o quote societarie. "Curiosità della memoria" o "modernità del passato"?*, in *Società*, 2020, 137 ss. Gli Autori notano che «sotto il profilo della sostanza economica, potrebbe conseguirsi anche attraverso l'acquisto a titolo gratuito e l'annullamento in immediato seguito delle suddette azioni ovvero un trasferimento proporzionale delle azioni o quote agli altri soci: ciò che tuttavia postula una

statutario, la cui legittimità orbita intorno alla valorizzazione della partecipazione ceduta⁶⁶⁵, ulteriore profilo di interesse della rinuncia abdicativa coincide con il fatto che essa, programmaticamente, esclude ogni liquidazione delle azioni rinunciate⁶⁶⁶; anzi, la rinuncia abdicativa pone in luce, ancora una volta, la speciale natura della partecipazione societaria perché, in tanto potrà dirsi configurabile in quanto si propenda per la sostanza proprietaria della stessa, (la partecipazione esprime un investimento e identifica, secondo una fortunata etichetta, un valore del patrimonio dell'azionista⁶⁶⁷), e non per la natura unicamente contrattuale del rapporto societario⁶⁶⁸. Si tratta di una soluzione coerente con la protezione del diritto di

duplice volontà orientata in tal senso: quella del disponente che intenda sciogliere il proprio sodalizio societario e accetti di farlo trasferendo un valore residuo ai soci che pur intende lasciare e, nel primo caso, quella della società e, nel secondo caso, quella di tutti gli altri soci residui. Il frastagliato universo dei comportamenti umani mostra come, talora, ciò che è possibile conseguire con la manifestazione di volontà di una sola parte, non è conseguibile per contratto», *ivi*, 139. Complanare alla questione della rinuncia alla partecipazione sociale è quella, altrettanto controversa, della usucapibilità della stessa: cfr. C. ANGELICI, *Variazioni su usucapione e azienda*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 317 ss.

⁶⁶⁵ Secondo alcuni, quello alla valorizzazione della partecipazione alienata assurge persino al rango di diritto autonomo; cfr. D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle Società per Azioni*, in G.E. COLOMBO E G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, III, Torino, 1993, 24, il quale la declina in termini di «massimizzazione del valore aggregato delle azioni»; ID., *L'“abuso” della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, *cit.* 156 ss. Sul concetto di massimizzazione, v. anche ID., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 476 ss. Cfr. pure A. GAMBINO, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. comm.*, 1996, II, 347, il quale fa riferimento a «un interesse sociale configurato come interesse alla massimizzazione del valore delle partecipazioni nell'ambito del mercato azionario». Frena invece L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000, 176 ss., nt. 106, ad avviso del quale detto incremento non può assumere la forma dell'aumento di valore del pacchetto di riferimento a spese della minoranza.

⁶⁶⁶ Diverso è il problema, particolarmente avvertito in alcuni ordinamenti, delle azioni cc.dd. abbandonate (azioni relitte, secondo la formula di G. DE FERRA, *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, *cit.*, 149), formalmente appartenenti ad un soggetto iscritto nel libro soci, che da anni però non partecipa alle attività sociali. Cfr., anche per riferimenti comparatistici, N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, *cit.*, 140-144 (spec., nt. 274-276); la questione, sia pur complementare rispetto a quella della rinuncia abdicativa alla proprietà azionaria, non può essere sovrapposta a quest'ultima ma conserva una residua rilevanza pratica, specie nella misura in cui intralcia alcune operazioni (incorporazione della controllata al 100%, svolgimento di assemblee totalitarie, vicende che coinvolgono i cc.dd. interessi primordiali dei soci).

⁶⁶⁷ Si allude alla formula coniata da M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, *cit.*, 39-58.

⁶⁶⁸ Se nulla impedisce, secondo l'orientamento nettamente prevalente, di rinunciare al diritto dominicale per eccellenza, di stretta interpretazione devono invece intendersi le ipotesi di scioglimento unilaterale del vincolo negoziale.

proprietà e, attraverso di essa, con la tutela della posizione dell'azionista incisa da atti o manifestazioni di volontà unilaterali, che concorre a far emergere, anche in questo campo, la tensione dialettica tra proprietà e contratto nella circolazione delle azioni, scelte, in apertura di questo lavoro, quali due direttrici dell'indagine.

Al di là dello spessore teorico della questione, la rinuncia abdicativa alla proprietà azionaria sembra destinata a trovare spazio in tutti quei casi in cui il socio che detenga una partecipazione di controllo di diritto (cui l'ordinamento associa ora la presunzione di direzione e coordinamento) intenda conseguire, attraverso l'espressione di una volontà unilaterale dismissiva, di riportare la propria partecipazione al di sotto della maggioranza assoluta del capitale⁶⁶⁹ e, come è intuitivo, rischia di diventare un formidabile strumento per dismettere, all'occorrenza, le vesti di titolare della partecipazione azionaria, senza intralci di sorta e, eventualmente, anche per eludere l'operatività di diritti funzionali all'alienazione congiunta della partecipazione azionaria, destinati a scattare solo ove un mutamento di controllo si realizzi (v. *supra*).

2. *La clausola di russian roulette nell'ambito delle cc.dd. buy-sell provisions.*

Le richiamate interazioni tra proprietà e contratto ricorrono anche in un peculiare congegno negoziale di importazione che la prassi sta cominciando a conoscere, nell'ambito delle cc.dd. *buy-sell provisions*⁶⁷⁰, cioè di quei meccanismi che rispondono ad un intento di concentrazione della proprietà azionaria attraverso lo scioglimento del rapporto di fatto o di diritto intercorrente tra i proprietari di beni correlati o tra i titolari di diritti correlati e che trovano il loro punto di emersione nella clausola c.d.

⁶⁶⁹ L'ipotesi, rilevante nell'economia di questa indagine, è presa in considerazione da M. LAMANDINI – G. OTTOLENGHI, *La rinuncia abdicativa alle azioni o quote societarie, cit.*, 140, insieme al caso del passaggio generazionale della società gestito mediante rinunce abdicative funzionali a riequilibrare le asimmetrie degli assetti proprietari endofamiliari.

⁶⁷⁰ Sebbene la prassi dimostri che solo raramente si dà esecuzione a tali clausole, la cui pattuizione risponde a un valore più che altro deterrente, M.A. DE FRUTOS-T. KITSTEINER, *Efficient partnership dissolution under buy-sell clauses*, in *The RAND Journal of Economics*, 2008, 184 ss., arrivano ad osservare: «actually, the buy-sell clause is considered to be such an essential part of partnership agreements, that a lawyer who fails to recommend to his client one could be accused of malpractice».

di *russian roulette*⁶⁷¹. Si tratta di tecniche negoziali frutto di quella «vegetazione tropicale di nuove strutture giuridiche» cui il mondo degli affari e le sue esigenze danno incessantemente origine⁶⁷², che hanno il pregio di attuare una soluzione definitiva poiché, una volta che la clausola si attivi, viene meno la partecipazione paritetica siccome un socio finisce per detenere l'intera partecipazione sociale⁶⁷³.

Per effetto di tali strumenti, la proprietà della partecipazione azionaria risulta diversamente conformata; infatti, in presenza di un *deadlock*, cioè di una situazione di stallo decisionale (nel caso più elementare: società partecipata da due soci, in quote paritarie), un socio può mettere l'altro socio nell'alternativa tra vendere la propria quota al prezzo stabilito dalla controparte o di comprare, per quello stesso prezzo, l'altrui quota di partecipazione al capitale sociale.

2.1 Fisiologia degli stalli decisionali e progressiva legittimazione giurisprudenziale della *russian roulette*.

Agli sforzi ricostruttivi delle *dissolution provisions*, importate dai sistemi di *common law*, si accompagnano, nel nostro ordinamento, graduali prese di posizione della giurisprudenza che, tra l'altro, hanno concorso a risolvere in senso positivo la controversa questione dell'ammissibilità della clausola di *russian roulette*⁶⁷⁴, ponendo

⁶⁷¹ Affine, almeno quanto all'effetto ottenuto, è la combinazione negoziale, diffusa nella prassi, costituita da una pattuizione di *drag-along* appaiata ad una clausola di prelazione.

⁶⁷² La formula è di J.A. SCHUMPETER, *Capitalismo, socialismo e democrazia*, Milano 1994, 136.

⁶⁷³ Indicativa, sul punto, è quella dottrina statunitense che, in materia di *close corporations*, ha finanche previsto l'opportunità di un diritto del socio di minoranza di chiedere lo scioglimento della società, mediante una forma più netta di *exit*, equiparabile al recesso per quanto riguarda gli effetti economici interni alla compagine societaria); si tratterebbe, in questi casi, di una reazione a condotte abusive o oppressive della maggioranza. Per una ricostruzione cfr. *ex multis* D. K. MOLL, *Shareholder Oppression in Close Corporations: The Unanswered Question of Perspective*, in *Vanderbilt Law Review*, 2000, 749 ss.

⁶⁷⁴ Si allude a App. Roma, 3 febbraio 2020, n. 782, già pubblicata in *Foro it.*, 2020, I, 1399 ss., con nota di A. CAPIZZI, e in *ilsocietario.it*, 28 aprile 2020, con commento di E. DORIA, *Nuove conferme sull'ammissibilità della clausola di russian roulette*. La decisione richiamata ha confermato in tutte le sue argomentazioni l'unico precedente reso in argomento, e cioè Trib. Roma, Sez. impr., 19 ottobre 2017, n. 19708 (est. Romano), in *ilsocietario.it*, 19 dicembre 2017, con nota di R. ROSAPEPE, *La clausola cd. russian roulette al vaglio della giurisprudenza*, in *Società*, 2018, 434 ss., con nota di P. DIVIZIA, *Patto parasociale*

le basi per una più compiuta definizione della struttura e dei meccanismi sottesi alle clausole antistallo⁶⁷⁵, la cui tradizionale configurazione in termini di pattuizioni “aliene” sembra ormai in via di superamento.

È stato infatti specificato l’ambito di applicazione di tali clausole e la loro riconduzione a sistema, vagliandone la compatibilità con l’ordinamento in un’ottica civilistica ancor prima che su un piano di stretto diritto societario. Si è trattato di un’operazione ricostruttiva che ha consentito di tracciare, con maggiore nettezza, il distinguo tra l’operatività delle clausole antistallo e quella delle clausole di trascinamento (c.d. *drag-along*), dalle quali le prime si diversificano per le finalità perseguite e per i presupposti applicativi.

La valutazione positiva della meritevolezza della clausola di *russian roulette* impone una preventiva contestualizzazione della stessa nelle dinamiche fisiologiche dello stallo decisionale, evenienza tutt’altro che rara soprattutto nel caso di *joint venture* paritaria⁶⁷⁶ e alla quale si fa fronte attraverso pattuizioni multiformi, quasi tutte

di *russian roulette*; in *Giur. it.*, 2018, 1136, ss., con commento di M. TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*; in *Notariato*, 2018, 301 ss., annotata da E. MAZZOLETTI, *Valida la “russian roulette clause”*; nonché in *Riv. dir. soc.*, 2018, 640 ss., con nota di A. BERNARDI, *La validità della clausola antistallo del tipo “roulette russa”*; in *Giur. comm.*, 2019, II, 861 ss., con nota di B. SCIANNACA, *Russian roulette clause*. Per completezza, si segnala che la questione era stata esaminata incidentalmente, in sede cautelare, da Trib. Milano, ord. 15 gennaio 2014, in www.giurisprudenzadelleimprese.it, ove si accenna che «nei patti che legano le parti vi è infatti una clausola che prevede che in caso si verifichi uno stato di crisi, tale da impedire il funzionamento o le delibere del consiglio di amministrazione, espressione delle due posizioni paritarie, le parti abbiano l'obbligo di ricercare una soluzione transattiva e, qualora ciò non riesca, una parte possa offrire l'acquisto della quota dell'altra parte a certe condizioni; l'oblata a sua volta può accettare oppure rilanciare e, in caso di mancata risposta, la proposta deve ritenersi accettata».

⁶⁷⁵ Tra gli studiosi americani si rinvia a J.M. HOBEBMAN, *Practical Considerations for Drafting and Utilizing Deadlock Solutions for Non-Corporate Business Entities*, in *Columbia Business Law Review*, 2001, 231; le Corti americane reputano *fair* la pattuizione di una *deadlock provision*: *Shilkoff, Inc. v. 885 Third Ave. Corp.*, 299 A.D. 2d. 253, 750 N.Y.S. 2d 53 (N.Y. A.D. 1st Dept. 2002).

⁶⁷⁶ Sul tema, L. BIANCONI, *Patti parasociali e joint ventures*, in *Società*, 1995, 277 ss.; G. FAUCEGLIA, *La “sopravvivenza” del principio maggioritario nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2019, 1198-1199. L’esigenza di evitare situazioni di stallo affiora anche nel caso in cui sia prevista l’introduzione di una clausola che imponga l’adozione di decisioni all’unanimità, meccanismo stigmatizzato a più riprese dalla giurisprudenza di legittimità; si richiama, in argomento, Cass., 13 aprile 2005, n. 7663, in *Riv. dir. impr.*, 2006, II, 275 ss., con nota di F. MURINO, *Autonomia statutaria e introduzione del principio unanimitario nei procedimenti decisionali della s.r.l.*, nonché C.A. BUSI, *I quorum assembleari della s.r.l. e la loro derogabilità*. Studio di Impresa del Consiglio Nazionale del Notariato n. 119-2011/I, spec. 14-16; e L.

elaborate nell'esperienza contrattuale statunitense, che tanto possono estrinsecarsi in modifiche statutarie quanto restare confinate nell'ambito dei patti parasociali, con tutto ciò che ne consegue in punto di disciplina ed effetti. La costante di tali tecniche risiede in una graduazione⁶⁷⁷ delle modalità risolutive della situazione di stallo decisionale⁶⁷⁸, situazione che ricorre, almeno in via di prima approssimazione, in

SALVATORE, *Stallo decisionale nella s.r.l. a ristretta base sociale: riflessioni e spunti operativi diretti a favorire la continuazione dell'impresa*, in *Contr. e impr.*, 1999, 993 ss. Di recente, App. Salerno, 23 luglio 2019, n. 1058 (inedita). Assimilabile all'ipotesi descritta, quanto alle finalità antistallo, è il ricorso allo strumento dell'intestazione fiduciaria di una quota di assoluta minoranza al fine di scongiurare situazioni di impossibilità di funzionamento dell'assemblea, espressamente prevista quale causa di scioglimento della società dall'art. 2484, n. 3, c.c., vicenda scrutinata da Trib. Milano, 8 gennaio 2009, in *Giur. it.*, 2009, 902 ss.

⁶⁷⁷ Non di rado si prevede una fase di c.d. *cooling off* in cui si tenta di stemperare la divergenza che ha condotto allo stallo evitando il ricorso a rimedi più intrusivi; per uno schema di clausola di *cooling off* si veda la formula di patto parasociale proposta da F. CANAZZA-E. GERMANO CORTESE, in *Formulario delle società di capitali*, a cura di L. Panzani-G. Lo Cascio, Milano, 2006, 126. Dal *deadlock* propriamente inteso, in cui l'impossibilità di assumere decisioni discende dalla contrapposizione di due gruppi paritetici, dovrebbero poi distinguersi i casi di *stalemate* che ricorrono quando, pur in presenza di situazioni di disparità, la previsione di maggioranze qualificate impedisce di adottare delibere, poiché la composizione azionaria è tale da richiedere il consenso dei soci di minoranza. Ipotesi ancora diversa è quella in cui lo stallo dipende dall'ostruzionismo della minoranza finalizzato a compromettere la buona riuscita di un'operazione promossa e negoziata dalla maggioranza, oltre che a vanificare la massimizzazione del valore di realizzo dei titoli sul mercato; tale situazione si definisce c.d. *hold-up*, v. C. BIENZ-U. WALZ, *Venture Capital Exit Rights*, in *Journal of Economics & Management Strategy*, 2010, 1071 ss., e trova una ricostruzione abbozzata già nello studio di G. BONELLI, *Ancora sull'ostruzionismo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1907, 83 ss., poi sviluppata da V. SALANDRA, *Il progetto Vivante per la riforma delle anonime e le società di partecipazione*, *ivi*, 1934, 747 ss. Sebbene tali termini vengano usati come sinonimi, per una approfondita disamina della questione si rimanda a G. DAINO, *Tecniche di soluzione del «deadlock»: la disciplina contrattuale nel disaccordo tra soci nelle joint ventures paritarie*, in *Dir. comm. int.*, 1988, I, 156; M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: la clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, *cit.*, 438 ss; V. DOTTI, *Clausole relative ad acquisti parziali di pacchetti azionari*, in F. BONELLI – M. DE ANDRÈ (a cura di), *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, *cit.*, 219; nonché a H. FLEISCHER-S. SCHNEIDER, *Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations. An Approach from Comparative Law and Economic Theory*, in *Max Planck Private Law Research Paper No. 11/13*, spec. 37-39; J. RUBIN- D.G. PRUITT, *Social Conflict: Escalation, Stalemate, and Settlement*, New York, 1994, *passim*.

⁶⁷⁸ Non mancano però scelte consapevolmente contrarie all'inserimento di clausole di *deadlock breaking*, tendenza da ricondursi, secondo alcuni, all'intento di mantenere un'area contrattuale di incertezza o di ambiguità, trattandosi di «an important drafting technique», cfr. R.E. SCOTT-G.G. TRIANTIS, *Incomplete Contracts and the Theory of Contract Design*, 56 *Case Western Reserve Law Review*, 2005, 187; per le inefficienze di un simile approccio, v. S. COMINO-A. NICOLÒ-P. TEDESCHI, *Termination clauses in partnerships*, in *European Economic Review*, 2010, I, 719-720; C.M. LANDEO-K.E. SPIER, *Shotguns*

tutte quelle ipotesi in cui non sia possibile pervenire all'adozione di una decisione a causa della parità di voti favorevoli e contrari ovvero in ragione del mancato raggiungimento della maggioranza dei voti prevista dalla legge o dallo statuto⁶⁷⁹.

Posto che le *buy-sell provisions* sortiscono l'effetto di risolvere la situazione di stallo attraverso lo scioglimento del rapporto sociale fra le parti (cc.dd. clausole di divorzio⁶⁸⁰), nella misura in cui una delle due cede all'altra la propria partecipazione⁶⁸¹ fuoriuscendo dalla società, emerge da subito che il loro terreno elettivo è quello della paralisi assembleare.

Nella sua configurazione più elementare, la *russian roulette clause*⁶⁸² presuppone innanzitutto che sia irrilevante quale delle parti acquisti o alieni e stabilisce che, al

and deadlocks, in *Yale Journal on Regulation*, 2014, I, 32-34; J.P. PONSSARD, *Logique de la négociation et théorie des jeux*, Paris, 1977, *passim*.

⁶⁷⁹ Per una embrionale definizione dell'esigenza di contenere la disgregazione del complesso imprenditoriale conseguente allo stallo, si rinvia al *leading case* inglese *A & BC Chewing Gum*, 1975 1 All ER 1017, commentato da J. WOMACK, *Company. Winding up on the Just and Equitable Ground. Stay of Winding-Up Order*, in *The Cambridge Law Journal*, 1975, vol. 34, 209-212.

⁶⁸⁰ Tale etichetta si deve alla diffusa tendenza della letteratura americana ad assimilare, sotto molteplici aspetti, le *deadlock-breaking provisions* alle dinamiche proprie dei vincoli derivanti dal matrimonio, cfr. N. NADORFF-Q. MC NEAL, *Breaking joint venture agreement deadlocks: before the texas shoot-out, try a texas shout-out*, in *Oil and Gas, Natural Resources, and Energy Journal*, 2020, vol. 5, 412; la metafora è impiegata in plurime controversie riguardanti l'applicazione di *dissolution provisions*, tra i quali si richiama questo della Corte del Delaware, secondo cui: «this case falls into an archetypal pattern of doomed corporate romances. Two companies Bridge Medical, Inc. and AmerisourceBergen Corporation agree to merge, each convinced of a happy future filled with profits and growth. Although both partners harbour some initial misgivings, the merger agreement reflects these concerns, if at all, in an inaccurate and imprecise manner. After some time, the initial romance fades, the relationship consequently sours, and both parties find themselves before the Court loudly disputing what the merger agreement “really meant” back in its halcyon days» (William J. LaPoint and John M. Nehra v. AmerisourceBergen Corporation C.A No 327 CC September 4, 2007).

⁶⁸¹ Per una valorizzazione delle istanze di conservazione dell'impresa, H.J. BROWNLEE, *The shareholders' agreement: a contractual alternative to oppression as a ground for dissolution*, in *Stetson Law Review*, 1994, I, 300-302; tra gli studiosi italiani, cfr. G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, cit., 103-104, il quale avverte come «il fatto che [tale principio] non si traduca in una precisa regola normativa non esclude che l'orientamento legislativo diretto a favorire la “conservazione” dell'impresa, o dell'ente o del patrimonio societario, ove non confligga con altri interessi apprezzati dal legislatore come (più) meritevoli di tutela, abbia una valenza interpretativa, concorrendo a determinare, nell'interpretazione di specifiche norme del diritto societario, quella volontà normativa che si esprime con la formula della “intenzione del legislatore” (art. 12 preleggi)».

⁶⁸² Chiamata anche *Savoy clause* (dal nome di un noto affare nel quale fu impiegata) o, da altri, *shotgun clause*, per rimarcare l'imprevedibilità del risultato della clausola stessa. Per una prima analisi del tema,

verificarsi di determinati eventi, ciascun socio possa avanzare un'offerta di acquisto ad un determinato prezzo per divenire proprietario della partecipazione altrui. Una volta che l'offerta sia stata formulata, la controparte potrà scegliere se vendere al prezzo dato, oppure proporre a sua volta all'altra parte di vendergli a quello stesso prezzo la relativa quota, dinamica che testimonia come l'offerente corra il rischio di conseguire un risultato contrario a quello agognato⁶⁸³. La convenienza di tale congegno risiede essenzialmente nella ragionevole certezza di corrispondere una somma congruente rispetto al valore della partecipazione, poiché chi attiva la clausola – e determina il prezzo - potrà poi essere in via alternativa (secondo lo schema dell'art. 1285 c.c.) tanto acquirente quanto alienante, in base a una scelta della controparte⁶⁸⁴. Questa tecnica ha sì il vantaggio di fornire una soluzione rapida,

v. U. DRAETTA, *Un esempio di russian roulette clause per la soluzione di dead-locks*, in *Dir. comm. int.*, 1992, I, 515, contributo al quale si rinvia anche per i dettagli procedurali riportati nella clausola formulata in appendice. Da ultimo, cfr. A. POSTIGLIONE, *Alcune riflessioni sulle srl partecipate da soci con quote paritetiche*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transalpino alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, cit., 261 ss.

⁶⁸³ Deve darsi conto di una variante operativa, definita come *modified roulette mechanism* che, all'ipotesi base descritta, abbina l'ulteriore previsione per cui la parte che abbia ricevuto l'offerta (di vendita o di acquisto) può accettare tale offerta oppure formulare una controfferta (c.d. *auction procedure*), tentando di lucrare un prezzo più alto (anche con rilanci a busta chiusa fra le contrapposte compagini sociali, cd. *fairest sealed bid*), per alienare la propria quota o comprare quella del primo offerente; la procedura si perfezionerà allorquando una parte non accetti l'offerta dell'altra, ovvero lasci inutilmente decorrere il termine convenuto. Cfr. G. DAINO, *Tecniche di soluzione del «deadlock»: la disciplina contrattuale nel disaccordo tra soci nelle joint ventures paritarie*, cit., 177; L. RENNA, *Compravendita di partecipazioni sociali*, cit., 325-326. Il minimo comune denominatore alla base della maggiore sofisticazione di queste varianti della *russian roulette* risiede nell'esigenza di raggiungere il *true market value*. La conformazione del meccanismo interseca il problema del c.d. *winner's curse*: tale espressione esprime la tendenza dell'aggiudicatario di un'offerta di acquisto ad incrementare il valore reale o intrinseco del bene oggetto di negoziazione, generando uno scarto prodotto da asimmetrie economiche o da *deficit* informativi. Cfr., M.H. BAZERMAN- W.F. SAMUELSON, *I won the auction but don't want the prize*, in *Journal of Conflict Resolution*, 1983, vol. 27, 618 ss.; A.L. BOONE – J.H. MULHERIN, *Do auctions induce a winner's curse? New evidence from the corporate takeover market*, in *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 89, 1 ss.

⁶⁸⁴ Si dia il caso in cui soggetto A accetti di divenire socio di minoranza di una s.p.a. esclusivamente al verificarsi della condizione per cui, entro un determinato intervallo di tempo, la società riesca a quotarsi in borsa; ipotizzando che la quotazione in borsa non avvenga nel lasso di tempo prestabilito, il socio A può esercitare il suo diritto di *exit*, prevedendo che sia lui stesso a quantificare il valore del pacchetto azionario, offrendolo, ad un determinato prezzo, al socio B. Nondimeno, nel caso in cui il socio B, rifiutando l'offerta, non proceda all'acquisto delle azioni di A, quest'ultimo potrà procedere

senza che occorra designare un soggetto terzo che fissi il prezzo della partecipazione da cedere, però potrebbe anche indurre il socio più facoltoso⁶⁸⁵ a creare ad arte una situazione di *deadlock*⁶⁸⁶; a tale possibile stortura si rimedia in sede di predisposizione della clausola stessa con l'analitica indicazione del *trigger event*⁶⁸⁷, ovvero della circostanza il cui verificarsi legittima l'attivazione del meccanismo⁶⁸⁸, e con la fissazione di una serie di controlimiti, trasfusi in doveri collaterali gravanti su entrambe le parti finalizzati ad impedire potenziali abusi (es. assunzione di un impegno reciproco per prevenire situazioni di stallo, implementazione di *fiduciary duties* già insiti nei rapporti tra i contraenti⁶⁸⁹, adeguamento dell'offerta a un prezzo

all'acquisto del pacchetto azionario di B, per il medesimo prezzo predetto e divenire, in questo modo, socio di maggioranza.

⁶⁸⁵ Secondo alcuni la clausola «di solito attraente per la sua simmetricità e per la tendenza a scoraggiare comportamenti opportunistici delle parti» rifletterebbe «lo spirito della regola giustiniana del “chi fa le parti non sceglie”, in una sintesi tra l'episodio del dilemma di Salomone e la teoria dei giochi»: così M. TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*, cit., 1139. Il potenziale opportunistico che tali pattuizioni sottendono trova conforto nelle riflessioni di F. DENOZZA, *In viaggio verso un mondo re-incantato?*, cit., 439; secondo l'A. «il soggetto liberale era un soggetto comunque «denso», era, sostanzialmente, il governatore kantiano dei suoi spazi di libertà, tendenzialmente autonomo dall'ambiente esterno e interno (passioni). Il soggetto neoliberale è un soggetto «sottile». Tutto quello che gli si richiede è di sapere mettere i suoi appetiti in un ordine gerarchico. È un soggetto dotato di limitata razionalità, incapace di dominare la sua tendenza all'opportunismo, e la cui libertà in sé sembra interessare poco sia il sistema, sia lui medesimo». R.R. KRAAKMAN ET AL., *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006, 8 e *passim*; cfr. B. BROUGHMAN, *Investor Opportunism and Governance in Venture Capital*, 2009.

⁶⁸⁶ Rischio scongiurato, almeno in linea teorica, mediante la previsione di un corrispettivo minimo da indicare nella prima offerta, preventivamente determinato d'accordo tra le parti oppure determinabile tramite l'applicazione di una formula aritmetica o l'intervento di un arbitratore; così G. GAGLIARDI-M. MOLINARI, *Società 50-50, come risolvere eventuali dissidi?*, in *Amministrazione e finanza*, 2013, II, 49.

⁶⁸⁷ L'analiticità è criterio opportuno nella selezione degli eventi attivatori, sebbene non possa trascurarsi che lo stallo decisionale non abbia sempre quale conseguenza immancabile la messa in liquidazione della società (es. nel *trigger event* è dedotto un aumento di capitale sociale prospettato per consentire alla società di espandersi in un settore diverso da quello in cui ha esercitato fino a quel momento e tale aumento non viene poi deliberato a causa della contrapposizione fra soci).

⁶⁸⁸ Per l'equilibrio sotteso al meccanismo adoperato e per i rimedi ad eventuali asimmetrie tra le parti coinvolte, R.R.W. BROOKS-C.M. LANDEO-K.E SPIER, *Trigger Happy or Gun Shy? Dissolving Common-Value Partnerships with Texas Shootouts*, in *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, 2009, I, *passim*.

⁶⁸⁹ In argomento, A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, in A. CRIVELLARO (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie*, cit., 241 ss.; allo scritto si rinvia anche nella parte in cui mette in guardia dal rischio che abusi e discriminazioni in operazioni del genere si annidino non nella previsione del prezzo di cessione, bensì nelle pattuizioni collaterali (es. regimi di responsabilità,

predeterminato secondo criteri obiettivi, previsione di un adeguato lasso di tempo volto a consentire alla parte finanziariamente più debole di procurarsi le risorse necessarie).

La clausola, di matrice angloamericana, prospetta una negoziazione equilibrata e in essa pare inverarsi lo sforzo di sano realismo del giudice Easterbook secondo il quale: “*The possibility that the person naming the price can be forced either to buy or to sell keeps the first mover honest*” (United States Court of Appeals, Seventh Circuit, caso Valinote v. Ballis, 26 giugno 2002⁶⁹⁰), dato empirico sul quale, come si vedrà, si addensano alcune perplessità, almeno nell’ordinamento interno⁶⁹¹.

Il prezzo viene infatti determinato sulla scorta della c.d. *cake cutting rule* (I cut, you choose)⁶⁹² che, se in astratto pare porsi come garanzia di equilibrio negoziale, non è

concessioni reciproche o compensazioni a valere su operazioni diverse o parallele, allocazione dei rischi), *ivi*, 257. In un’ottica comparatistica, Z. COHEN, *Fiduciary duties of controlling shareholders: a comparative view*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 1991, vol. 12, 379 ss.; J.B. HELWIG, *The Fiduciary Duty of Controlling Shareholders*, in *Case Western Reserve Law Review*, 1956, vol. 7, 467 ss.

⁶⁹⁰ Una accurata sintesi della vicenda può leggersi in D.G. SMITH-C.A. WILLIAMS, *Business Organizations: Cases, Problems, and Case Studies*³, Waltham, 2012, Aspen Casebooks, 84 ss. Tale impostazione sembra riecheggiare la c.d. *reference transaction* che dimostrerebbe, empiricamente, come «persone fisiche e imprese hanno un diritto (*entitlement*) alle condizioni economiche del contratto, quali emergono — secondo i casi — dal prezzo corrente sul mercato, dalla proposta della controparte o da precedenti contratti tra le parti», così A. PERRONE, *Dottrina del giusto prezzo e diritto contemporaneo dei contratti. Alcune riflessioni preliminari*, in M. CAMPOBASSO - V. CARIELLO - V. DI CATALDO - F. GUERRERA - A. SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banche e crisi di impresa*, Torino, 2014, 94, testo e nt. 26; tra gli studi statunitensi, v. D. KAHNEMAN - J.L. KNETSCH - R. THALER, *Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market*, in *The American Economic Review*, 1986, 728 e ss.

⁶⁹¹ Perplessità condivisa anche da alcuni autori stranieri, secondo cui «the offerer could be tempted to offer a much higher price than the actual value of the shares that it owns for the unique purpose of forcing the capitulation of the [...] offeree», così J. COSTANTINI, *Alternative mutual offer (Russian Roulette) a way to end a joint venture*, in *International Business Law Journal*, 1997, 434; G. CAGINALP, *Principal aspects of negotiation leading to the termination of the joint venture*, *Newsletter*, the Institute of International Business Law and Practice, 1993, 84 ss.

⁶⁹² Cfr. H. FLEISCHER-S. SCHNEIDER, *Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations*, *cit.*, 50; l’ipotesi della c.d. *shoot-out clause* identifica procedura d’asta utile nei casi in cui, pur mancando la volontà o i mezzi economici per continuare l’attività sociale insieme, entrambe le parti hanno un interesse a rilevarne le quote di partecipazione o semplicemente determinati *assets*. Di solito, si prevede l’opzione per la parte uscente di notificare all’altra la volontà di acquistare (la quota o gli *assets*) e, specularmente, quest’ultima potrà scegliere di accettare l’offerta ovvero intraprendere una vera e propria procedura d’asta regolata in modo ampiamente discrezionale. Ove si intenda rifuggire dalla rigorosa predefinizione di limiti minimi e massimi di incremento del prezzo, come ben più

escluso che riveli in un momento successivo inefficienze sia sul piano economico sia sul versante organizzativo, specie negli ordinamenti in cui, a differenza di quello statunitense, non si presume che clausole siffatte si reggano su un'equa determinazione del prezzo e, anzi, si teme possano prestarsi ad iniziative predatorie delle controparti.

Le argomentazioni alla base degli interventi giurisprudenziali richiamati rendono opportuno verificare se tale meccanismo possa operare nelle ipotesi di stallo degli altri organi sociali, in primo luogo del c.d.a. Del resto, il sistema conosce già strumenti alternativi di risoluzione dei contrasti insorti nell'amministrazione della società: si allude al c.d. arbitrato gestionale⁶⁹³ (art. 37, d.lgs. 5/2003), non travolto dall'abrogazione del rito societario e limitato dal legislatore, non senza alcune voci discordi in dottrina⁶⁹⁴, alle società di persone e alle società a responsabilità limitata.

spesso accade, si potrà adottare procedura con busta chiusa – depositata in *escrow* presso un fiduciario comune delle parti - in cui ciascuna parte formula la propria offerta irrevocabile d'acquisto, tra le quali verrà scelta quella economicamente più vantaggiosa.

⁶⁹³ Sul tema, v. A. PROTO PISANI, *La nuova disciplina del processo societario (note a prima lettura)*, in *Foro it.*, 2003, I, 1 ss.; F. CORSINI, *La risoluzione dei contrasti nell'amministrazione sociale mediante «arbitrato gestionale»*, in *Società*, 2003, 1209-1211; P. SPADA, *L'amministrazione «arbitrata»*, in P. ABBADESSA- G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, cit., 263; F. MANCINELLI, *«Arbitrato economico»: paralisi gestionale e sua soluzione*, in *Società*, 2005, 1048; L. PURPURA, *L'arbitrato economico (art. 37 d.lgs. n. 5/2003)*, in *Commentario S.r.l. Portale*, Milano, 2011, 1018 ss.; da ultimo, si rinvia all'illuminante studio di G. CARRARO, *L'«arbitrato economico» come gestione sostitutiva*, in corso di pubblicazione in *Riv. soc.*, 2020, 784 ss. Per un richiamo al modello del *temporary management* diffuso nell'ordinamento olandese, v. G. GIRELLO, *Risoluzione dello stallo gestionale mediante ricorso all'art. 37 D.lgs. n. 5/2003*, in *Società*, 2005, 1290-1291, e ivi diffusi rilievi in ordine alla necessità che la previsione della risoluzione di contrasti sulla gestione sociale sia regolamentata in modo analitico, istanza che comunque verrebbe caldeggiata allorché si consentisse di dirimere a monte gli stalli del c.d.a. attraverso l'inserimento nello statuto di una clausola di *russian roulette*.

⁶⁹⁴ Si veda lo studio di A. CABRAS, *Le clausole statutarie di deadlock nella riforma del diritto societario*, in *dircomm.it*, V.1, 2006, n. 3. Plurime possono essere le evenienze alla base del c.d. *deadlock*: suddivisione dell'organo gestorio in componenti nominati in misura uguale dalle parti, previsione di specifiche maggioranze di voto per le decisioni di cruciale rilevanza per la vita della società, attribuzione del potere di veto (c.d. *stalemate*) a uno o più consiglieri (specie in caso di c.d.a. composto da consiglieri nominati in percentuale differente), previsione di un *quorum* deliberativo così elevato da rendere i soci di minoranza in grado di bloccare l'adozione di qualsiasi decisione di competenza assembleare.

Pur in difetto di una previsione normativa analoga all'art. 2484, comma 1, n. 3, c.c., la tesi estensiva, secondo alcuni⁶⁹⁵, meriterebbe adesione non solo per l'intento pratico di semplificare la risoluzione di eventuali dissidi in ragione delle inefficienze legate alla pluralità dei centri decisionali, ma anche perché, in teoria, la circostanza che lo stallo dell'organo gestorio non sia annoverato tra le cause di scioglimento di cui all'art. 2484 c.c., non impedisce di considerare lo stesso, per effetto di una corrispondente previsione statutaria, come evento rientrante nell'ipotesi residuale di cui all'art. 2484, comma 1, n. 7, c.c.

Tuttavia, una simile impostazione non sembra cogliere nel segno poiché rischia di snaturare la prevalenza dell'interesse sociale (inteso sia in senso contrattualistico, sia in senso istituzionalistico) alla conservazione dell'ente, dato immanente alla valutazione positiva di meritevolezza della *russian roulette*⁶⁹⁶; infatti, la clausola in esame sarebbe interessata da una vera e propria eterogenesi dei fini, siccome esporrebbe la s.p.a. a una causa di scioglimento non prevista dal legislatore e si porrebbe come risultato di una scelta statutaria di autovincolo – peraltro di dubbia utilità pratica, in ragione della maggiore immediatezza delle altre tecniche di tutela contemplate - che potrebbe tornare a danno della società medesima, la quale si ritroverebbe lungo un piano inclinato verso la disgregazione⁶⁹⁷. Esito incompatibile

⁶⁹⁵ Favorevole all'equiparazione dello stallo consiliare allo stallo assembleare è B. SCIANNACA, *Russian roulette clause*, cit., 877-878, secondo il quale lo statuto potrebbe indicare lo stallo consiliare come causa di scioglimento ex art. 2484, comma 1, n. 7, c.c. Dello stesso avviso anche la massima n. 181 del 2019 del Consiglio Notarile di Milano, secondo cui l'attivazione della clausola di *russian roulette* è configurabile anche al ricorrere di situazioni di stallo decisionale «nell'organo amministrativo», cui si allinea il recentissimo orientamento del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato n. 72/2020, *Clausole statutarie di prevenzione/risoluzione dello stallo che non incidono sulle partecipazioni dei soci*.

⁶⁹⁶ Nella logica sottesa a tali clausole, però, non vi è chi non veda che l'interesse comune alla conservazione del progetto imprenditoriale resta il mezzo per soddisfare l'interesse individuale; rapporto sintetizzabile, con sicura efficacia espressiva, nel rilievo di F. CARNELUTTI, *Occhio ai concetti!*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, I, 451, secondo cui «a nessuno verrà in mente di dire che trovare un luogo appartato per cercare di ammazzarsi a vicenda sia lo scopo del duello».

⁶⁹⁷ La tesi negativa risente della considerazione funzionale che tradizionalmente circonda la disciplina dello scioglimento della società; si vedano, sul tema, P. GRECO, *Sulla necessità del procedimento legale di liquidazione per le società soggette a registrazione*, in *Foro pad.*, 1951, III, 89; G. NICCOLINI, *Interessi pubblici e interessi privati nella estinzione delle società*, Milano, 1990, *passim*. In giurisprudenza, v. Cass., 8 maggio 1992, n. 5498, in *Riv. dir. comm.*, 1993, II, 228, ove si evidenzia come il verificarsi di una causa di

con il divieto posto dall'art. 2369, comma 4, c.c., norma che, secondo l'impostazione nettamente prevalente, è sintomatica di un *favor* del legislatore per l'attivazione di strumenti diretti ad evitare gli stalli decisionali e il conseguente scioglimento della società⁶⁹⁸. Infatti, l'impossibilità di funzionamento dell'organo gestorio non conduce alla paralisi della società, ben potendosi procedere alla sua sostituzione da parte dell'assemblea (arg. *ex art.* 2386 c.c., ove questa sia in grado di deliberare) convocata - se necessario - attraverso l'intervento sostitutivo dei sindaci o del Tribunale (artt. 2485, comma 2; art. 2487 c.c.), disciplina dalla quale si desume che il legislatore ha inteso sottrarre alla disponibilità dei soci l'assunzione delle decisioni relative alle modalità e non alle cause di scioglimento della società stessa⁶⁹⁹.

Una diversa opzione ricostruttiva potrebbe, al più, rivelarsi praticabile nell'ipotesi di una s.p.a. che adotti il sistema dualistico, facendo leva sulla composizione minima di due consiglieri per il consiglio di gestione fissata dall'art. 2409-*novies*, comma 2, c.c. e, dunque, sulla maggiore frequenza di verifica dello stallo, trattandosi di organo gestorio cui si estendono, per quanto attiene al procedimento deliberativo, le regole sui *quorum* dettate per il c.d.a. dall'art. 2388 c.c. (disposizione richiamata dall'art. 2409-*decies*, comma 5, c.c.).

A ciò deve aggiungersi che la risoluzione dello stallo interno all'organo gestorio, nella prassi, è ormai demandato alla sempre più frequente previsione di clausole di *casting vote*⁷⁰⁰, che contemplano la prevalenza del voto del presidente del c.d.a., così

scioglimento di per sé non produca direttamente effetti ablativi o modificativi nei rapporti intercorrenti tra società e terzi.

⁶⁹⁸ La casistica delle liti societarie vede come sua costante proprio quelle inerenti a vicende traslative della partecipazione; da ultimo, V. DI CATALDO, *Liti societarie e composizioni stragiudiziali*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 783 ss., il quale osserva che «non sempre si può praticare una soluzione “omelette”, convenendo che una parte faccia la valutazione, e l'altra decida se comprare o vendere; e, quando la si potrebbe adottare (ad esempio, quando i soci sono due, e le due quote sono di importo uguale o molto vicino), è difficile che le parti l'accettino, perché, nella pratica, è piuttosto raro che entrambe siano pronte sia ad uscire, sia a proseguire da sole», *ivi*, 796, con la conseguenza che, ove non esista la possibilità di dirimere la lite mediante l'uscita di una delle parti dalla struttura comune, si apre la via allo scioglimento anticipato della società.

⁶⁹⁹ Cfr. P. MONTALENTI, *Negoziato di liquidazione di società personali e clausole di revisione: interessi tutelati e disciplina applicabile*, in *Giur. comm.*, 1982, II, 814.

⁷⁰⁰ Clausola della cui legittimità, almeno in epoca risalente, si dubitava, cfr. F. BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985, 23, nt. 38; V. CALANDRA BUONAURA, *Amministrazione*

consentendo di superare l'*impasse* allorquando partecipi al voto un numero pari di amministratori e non si riesca a formare una maggioranza, ovvero in tutte quelle ipotesi in cui la clausola si applichi a un consiglio bipersonale⁷⁰¹.

La risoluzione dello stallo⁷⁰² creatosi tra i soci titolari di partecipazioni paritetiche, valorizzando le finalità della clausola in esame, terminerà con lo scioglimento della società solo qualora la continuazione del rapporto non sia più utilmente perseguibile, esito che invece rischierebbe di verificarsi con fin troppa disinvoltura ove si ammettesse l'operatività della *russian roulette* anche nelle ipotesi di *deadlock* gestorio, ovvero ove si ipotizzasse una clausola disancorata da un *trigger event* predeterminato e, in quanto tale, attivabile *ad nutum*; in quest'ordine di idee, non è un caso che la giurisprudenza formatasi in tema di scioglimento della società per impossibilità di

bipersonale, metodo collegiale e clausola di prevalenza del voto del presidente, in *Giur. comm.*, 1985, II, 653 ss.; più di recente, sia pure con diversità di vedute, si rinvia a G. PALMIERI, *Nomina degli amministratori ex art. 2933 c.c., conflitto di interessi e "casting vote"*, in *Giur. comm.*, 1991, II, 337 ss.; G.B. PORTALE, *Dell'opposizione alla proroga di "impresa comune": abus d'égalité o libertà di iniziativa economica?*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 550 ss. Si veda, sull'argomento, anche la posizione del Consiglio notarile di Milano, massima n. 49, 19 novembre 2004, ove si nega che la previsione del collegio bipersonale e la possibilità di deleghe amministrative al suo interno sia subordinata alla necessaria previsione della decadenza della delega in caso di disaccordo sulla revoca della delega stessa. Maggiore cautela trapela invece dall'orientamento H.C.5 del Comitato Notarile Triveneto, per il quale «è legittima la clausola per cui in caso di parità prevale il voto del presidente purché il consiglio sia composto da più di due membri». Deve però osservarsi come la generalizzata attribuzione del *casting vote* possa accentuare rischi di abuso; sul tema, con argomentazioni spendibili per tutti i presidenti di organi collegiali e, dunque, anche del c.d.a., si veda F. MURINO, *Potere del Presidente dell'assemblea, ordine di voto e paradosso di Condorcet*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 549 ss. Altra declinazione dell'attribuzione di peso determinante al voto del presidente del c.d.a. in caso di pareggio di consensi è il c.d. *chairman tie-breaking vote*, talora demandato ad un amministratore indipendente (c.d. *independent tie-breaking vote*).

⁷⁰¹ Da ultimo, per una disamina delle implicazioni connesse al c.d. *casting vote*, v. P.M. SANFILIPPO, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, cit., 180-183.

⁷⁰² Deve però darsi conto dell'opinione di chi ridimensiona la prevalenza di tali istanze conservative, cfr. R. ROSAPEPE, *La clausola cd. russian roulette al vaglio della giurisprudenza*, cit., secondo il quale «la pretesa di ricavare dall'art. 2369, comma 4, c.c. un generalizzato *favor* legislativo nei confronti degli strumenti diretti ad evitare lo stallo decisionale e lo scioglimento della società sembra dovere fare i conti col fatto che la disposizione è dettata unicamente in tema di s.p.a., non anche di s.r.l., per la quale, anzi, recenti arresti giurisprudenziali si orientano nel senso dell'inapplicabilità dell'art. 2369, comma 4, c.c.»; nondimeno, neppure può accettarsi la tesi che gli stalli decisionali nella s.r.l. possano essere superati valorizzando la previsione secondo la quale «salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, le decisioni dei soci sono prese con il voto favorevole di una maggioranza che rappresenti almeno la metà del capitale sociale» (art. 2479, comma 6, c.c.).

funzionamento dell'assemblea⁷⁰³ richiami alla necessità di un accertamento rigoroso della definitività e della irreversibilità tanto del dissidio quanto della degenerazione strutturale e funzionale dell'assemblea⁷⁰⁴.

Va da sé che, preliminare rispetto all'attivazione della *russian roulette*, è un'indagine in ordine all'evento che consente di attivarla; per quanto qui interessa, il sindacato di meritevolezza deve coordinarsi con gli ampi margini riconosciuti all'autonomia statutaria nella redazione della clausola, della cui riconducibilità nell'alveo dei patti parasociali atipici⁷⁰⁵ non sembra possa dubitarsi. Occorre allora muovere dal presupposto che l'art. 2341-*bis* c.c., riferendosi esclusivamente a patti relativi a società azionarie o a società che le controllano, non è previsione sufficiente a definire, in termini assoluti, la nozione generale di patto parasociale, che è intrinsecamente permeabile rispetto alle molteplici direzioni che ad essa l'autonomia privata è in grado di imprimere⁷⁰⁶.

A contrario, vicende negoziali che abbiano un substrato causale e una finalità non allineata rispetto alla stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della

⁷⁰³ In dottrina, G. NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1997, vol. 7, 245; ID., *Scioglimento, liquidazione ed estinzione di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 772; A. POMELLI, *Obbligo degli amministratori di rilevare l'impossibilità di funzionamento dell'assemblea ed esercizio abusivo del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2001, II, 434; C. MONTAGNANI, *Disfunzione degli organi collegiali e impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I, 708; F. D'ALESSANDRO, *Società: scioglimento e liquidazione*, in *Giur. merito*, 1988, I, 437; F. BRUNO, *Scioglimento della società per azioni per impossibilità di funzionamento dell'assemblea*, in *Corr. giur.*, 2005, IV, 548-549.

⁷⁰⁴ Cfr. Trib. Prato, 17 dicembre 2009, in *Giur. merito*, 2011, III, 750 ss., decisione in cui l'impossibilità di funzionamento e la protratta inerzia assembleare erano entrambe determinate da una situazione di stallo creatasi tra i soci, titolari di partecipazioni paritetiche e che potrebbe, in astratto, replicarsi ove gli equilibri paritetici nella compagine sociale siano determinati dall'inserimento in statuto di clausole limitative del possesso azionario; Trib. Prato, 12 gennaio 2010, in *Giur. comm.*, 2011, IV, 974 ss., con nota di F. RESTANO, *Impossibilità di funzionamento dell'assemblea e scioglimento della società: profili procedurali*. Prima della Riforma, v. App. Roma, 20 febbraio 1989, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 191 ss., con nota di P.M. SALIMEI, *Scioglimento della società per impossibilità di funzionamento o continuata inattività della assemblea. Poteri del Presidente del Tribunale ex art. 2450 c.c.*; Trib. Roma, 30 maggio 1996, in *Riv. not.*, 1997, I, 1255 ss., con nota di C. IBBA, *Società legali e impossibilità di funzionamento dell'assemblea*.

⁷⁰⁵ Sul tema, V. DONATIVI, *Questioni varie in tema di patti parasociali "atipici"*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, II, 56 ss.; M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile, cit.*, 465-492.

⁷⁰⁶ In tema di patti parasociali atipici si radica la competenza delle sezioni specializzate in materia di impresa, v. Cass., 21 aprile 2017, n. 10073, in *ilsocietario.it*, 26 aprile 2017.

società non potranno rappresentare il presupposto oggettivo di un patto parasociale, fermo restando che dovrà sempre farsi riferimento non al motivo che ha indotto le parti alla stipulazione, bensì alla idoneità di quest'ultima a produrre un risultato concretamente apprezzabile (e ciò, in linea con le più recenti acquisizioni in tema di causa del negozio intesa alla stregua di sintesi degli interessi essenziali perseguiti). Ne discende che la riconducibilità di un determinato contratto alla categoria dei patti parasociali, avendo riguardo al suo profilo causale tipico, al pari della possibilità di riportare una determinata convenzione parasociale alla fattispecie di cui all'art. 2341-*bis* c.c., devono reputarsi del tutto indipendenti dai motivi soggettivi finali che abbiano indotto i contraenti a stipulare il patto⁷⁰⁷, la cui irrilevanza non può che essere confermata.

Le considerazioni svolte testimoniano che sono i soci a conformare il vincolo pattizio sia per gli aspetti contenutistici sia per quelli procedurali, assunto rispetto al quale si rivela coerente e meditata la scelta di selezionare il *trigger event* circoscrivendolo al mancato rinnovo del patto medesimo; su un piano più generale, però, occorre interrogarsi sulla idoneità di tale fatto dedotto nella convenzione parasociale a costituire l'evento attivatore della clausola di divorzio, soprattutto perché il rinnovo dei patti deve inserirsi in un contesto di libera negoziazione, scevro da squilibri economici o condizionamenti di sorta che possano, seppur indirettamente, indurre una delle parti a rinnovare il patto⁷⁰⁸ per scongiurare conseguenze alle quali non sarebbe in grado di far fronte.

Peraltro, se è vero che le pattuizioni parasociali rappresentano una proiezione del legittimo esercizio dell'autonomia privata e che gli interessi che tramite esse vengono

⁷⁰⁷ Così, V. DONATIVI, *Questioni varie in tema di patti parasociali "atipici"*, cit., 85; G.A. RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, 447 ss.

⁷⁰⁸ Sulle implicazioni connesse al mancato rinnovo del patto parasociale ai fini dell'attivazione della clausola di *russian roulette*, si rinvia a G.A. RESCIO, *Stalli decisionali e roulette russa*, in corso di pubblicazione negli Atti del Convegno di Milano, 31 gennaio 2020, in ricordo di G.E. Colombo, consultato in bozze per cortesia dell'Autore. Al saggio si rimanda anche per i rilievi attinenti alla omessa considerazione degli estremi per l'esenzione di cui all'art. 2341-*bis* c.c., evenienza probabile nella controversia esaminata ma non affrontata né dal giudice di prime cure né nella sentenza che qui si annota.

perseguiti non sono immeritevoli di tutela ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1322, comma 2, c.c.⁷⁰⁹, deve rilevarsi che la finalità di stabilizzazione degli assetti proprietari e/o del governo societario presuppone che la cristallizzazione degli equilibri sociali non si protragga *sine die*⁷¹⁰, anche al fine di assicurare la libera circolazione della partecipazione azionaria, obiettivo che solitamente è perseguito attraverso la previsione di un termine di durata del patto.

Una simile cautela, inoltre, appare funzionale a tutelare gli altri soci eventualmente estranei a tali accordi e delimita il riconoscimento della meritevolezza degli interessi

⁷⁰⁹ Limite ribadito da G. SBISÀ, *Sub art. 2341-bis*, in Galgano-Zanelli-Sbisà, *Società per azioni*, tomo I, Artt. 2325-2341 *ter*, nel *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2006, 209 ss., il quale osserva che si tratta di un riconoscimento di meritevolezza “in linea di principio”, che non implica che i patti debbano essere considerati sempre e comunque validi, ma soltanto che essi incontrano gli stessi limiti desumibili dal sistema, dettati per tutti i contratti atipici. Che gli spazi guadagnati dalla valutazione di meritevolezza degli interessi perseguiti da contratti atipici si siano sensibilmente dilatati anche in ambito societario è testimoniato da quegli accordi parasociali che, in occasione di operazioni di acquisizione, prevedono la rinuncia alle azioni di responsabilità (artt. 2392-2393 c.c.) nei confronti dei precedenti amministratori; tali patti costituiscono la controprestazione a favore del venditore delle clausole di garanzia da quest'ultimo rilasciate all'acquirente e vengono così a determinare un equilibrio contrattuale meritevole di tutela *ex art. 1322 c.c.*; in termini, T.M. UBERTAZZI, *Accordi per gli aumenti di capitale nei risanamenti di impresa: profili civilistici e qualificatori*, in *Contr. e impr.*, 2014, 353-354. Sulla specifica questione della meritevolezza del c.d. patto (atipico) di manleva degli amministratori, in forza del quale l'acquirente del pacchetto azionario di controllo garantisce al venditore, socio uscente e amministratore, il denaro necessario a risarcire la società, nel frangente d'accoglimento di un'azione *ex art. 2393 c.c.*, deliberata col voto determinante dello stesso compratore-manlevante., v. L. DAMBROSIO, *Variazioni sul patto atipico di manleva*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 118-119. In giurisprudenza, v. Trib. Roma, 28 settembre 2015, n. 19193, in *Giur. comm.*, 2017, II, 904 ss., con nota di A. TINA, *Clausole di garanzia, patti parasociali ed esonero da responsabilità degli amministratori nel trasferimento di partecipazioni societarie*. Tra i lavori monografici, A. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, 335.

⁷¹⁰ Di «“mediazione” tra l'interesse (privato) dei paciscenti alla *stabilità* del vincolo contrattuale e l'interesse (pubblico) alla *mobilità* degli assetti proprietari e alla conseguente *contendibilità* del controllo (interesse che, com'è ovvio, mal si concilia con vincoli negoziali di durata eccessiva o comunque indefinita)» discorre M.M. PRATELLI, *Rinnovo di patti parasociali e opzioni put & call*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 934, mutuando tali osservazioni da R. TORINO, *I contratti parasociali*, Milano, 2000, 484; E. MACRÌ, *I patti a durata variabile e la risoluzione tacita*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 997; M. PINTO, *La ratio del termine di durata dei patti parasociali a tempo determinato e l'art. 2341-bis, ultimo comma, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2008, II, 1008 ss. Da ultimo, si veda App. Brescia, 8 ottobre 2018, n. 1568, che ammette la rinnovabilità tacita di un patto parasociale a tempo determinato ma reputa che la previsione di un onere di comunicazione anticipata della disdetta eluda la disciplina imperativa di cui all'art. 2341-bis c.c.; la decisione è edita in *Giur. comm.*, 2020, II, 923 ss., con nota parzialmente adesiva di E. PEDERSOLI, *Sul rinnovo tacito dei patti parasociali a tempo determinato e sull'apposizione di un termine per l'esercizio della disdetta*.

perseguiti con i patti parasociali, comprimendo l'autonomia privata per evitare l'ingessamento degli assetti proprietari o una totale blindatura del governo di una società azionaria⁷¹¹; da questo angolo visuale, la circostanza che subordina l'avvio della procedura antistallo al mancato rinnovo del patto equivale ad una mera ridefinizione *ex ante* degli assetti proprietari e di governo per il caso in cui il vincolo parasociale si dissolva⁷¹², nella misura in cui non preclude alle parti di rinegoziare quelle pattuizioni, con il limite che, nell'ipotesi di mancato raggiungimento di un nuovo accordo, si concretizzerà lo stallo. Nulla vieta, infatti, che una volta che il vincolo parasociale sia giunto a scadenza i contraenti decidano di non rinnovarlo. Ciò appare del tutto coerente con la *dissolution provision* qui esaminata, la quale mira unicamente a risolvere la situazione di paralisi favorendo l'acquisizione della società da parte di uno dei soci ed evitandone lo scioglimento⁷¹³, senza che ad essa possa attribuirsi alcuna venatura sanzionatoria nel senso di protrarre, per un tempo potenzialmente illimitato, la durata del patto stesso; secondo tale ricostruzione, sulla quale si fonderebbe l'affermato contrasto con l'art. 2341-*bis* c.c., sulle parti pende una spada di Damocle, poiché la clausola antistallo condiziona le decisioni degli

⁷¹¹ Si veda M. PERRINO, *Sub artt. 2341 bis – 2341 ter c.c., cit.*, 330, ove si ribadisce che il limite di durata dei patti parasociali mira ad impedire «l'irrigidimento e la sclerotizzazione degli assetti proprietari e di controllo, ostacolando le possibilità di ricambio nella composizione e titolarità dei gruppi di comando».

⁷¹² In tale ottica si pone anche la dottrina che ha analizzato il diritto di recesso *ad nutum* dai patti parasociali "atipici", v. M. VENTORUZZO, *Sindacati di voto a tempo indeterminato e diritto di recesso dei paciscenti nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 584-585; G.A. RESCIO-M. SPERANZIN, "Art. 2341-*bis*", in *Commentario Gabrielli*, Torino, 2015, 731.

⁷¹³ In argomento, si rivela utile il rinvio a una interessante pronuncia della Cour de Cassation - chambre commerciale, 27 settembre 2017, con nota di L. BOGGIO, in *Riv. dir. soc.*, 2018, III, 655 ss., *Patti parasociali e buona fede: riflessioni su preavviso, sinallagmaticità ed abuso*, il quale, trasponendo alcune argomentazioni dei giudici di oltralpe nell'ordinamento interno, osserva che «si può mettere in dubbio il riconoscimento del preavviso quando il contraente non receduto invochi il patto per ostacolare, ad esempio, la vendita della partecipazione da parte di un altro socio che abbia trovato un acquirente, senza, in realtà, volere esercitare un diritto di *buy* o di *tag along* previsti dal patto parasociale. E ciò [...] anche nell'ipotesi che il preavviso sia predeterminato dalla legge o dal patto parasociale; infatti, sebbene in tali casi sia opportuna una particolare cautela del giudice nell'accertamento dell'intento abusivo da parte del contraente non receduto, non può ritenersi meritevole di tutela l'aspettativa di prolungamento degli effetti del patto dopo la dichiarazione di recesso, se l'obiettivo perseguito da quello stesso contraente non sia di valutare seriamente l'acquisto o la vendita della propria partecipazione oggetto del diritto previsto dal patto, ma una finalità divergente».

stessi soci paritetici in ordine al rinnovo del patto che la contiene, essendo questi esposti all'impatto che l'attivazione del meccanismo potrebbe avere sul loro investimento⁷¹⁴. Tuttavia, il contrasto con la volontà del legislatore di non cristallizzare gli assetti societari si rivela più apparente che reale siccome prevale l'interesse alla salvaguardia e alla prosecuzione del progetto imprenditoriale e, di riflesso, affiora la portata prettamente organizzativa, se valutata nei termini detti, della clausola di *russian roulette*, asservita ad un riassetto degli equilibri societari incrinati dalla possibile verifica dello stallo.

2.2 Russian roulette: *vaglio di legittimità e giudizio di meritevolezza*.

Il sindacato di meritevolezza della clausola, strumentale ad ammetterne la compatibilità in un'ottica civilistica, è dunque ancorato alla prevenzione della disgregazione del progetto imprenditoriale⁷¹⁵ e alla salvaguardia della capacità deliberativa dell'ente, nonché all'intento di evitare i costi e le lungaggini della procedura di liquidazione della società. La descritta finalità è perseguita mediante la riallocazione endosocietaria delle partecipazioni: questa si snoda attraverso una

⁷¹⁴ Si condivide, al riguardo, lo spunto di riflessione di A. BERNARDI, *La validità della clausola antistallo del tipo 'roulette russa'*, cit., 648 ss., ad avviso del quale «se è pur vero, infatti, che nelle clausole antistallo, la fissazione di un prezzo iniquo potrebbe nel concreto assumere la veste di una sanzione volta rendere il patto che le contiene illimitato, che ne sarebbe dell'utilizzo di formule prefissate (come ad es. indici reddituali e valore di mercato) da cui, al momento del loro utilizzo, risulterebbe un prezzo sconveniente? Nel caso in cui, appunto, i soci decidano, al momento della stipula della clausola antistallo del tipo *roulette russa*, di stabilire il metodo di valutazione delle quote sociali, potrebbe verificarsi l'ipotesi in cui, pur di evitare in un preciso momento (in cui ad es. non siano favorevoli il valore di mercato delle azioni o la consistenza patrimoniale della società) l'avverarsi di uno stallo, uno dei due soci tenderà ad assecondare il suo paritetico. La soluzione qui sarebbe rinvenibile nell'equità intrinseca di un prezzo calcolato in base al suo valore di mercato o comunque in base ad indici i quali si fondano sulla consistenza reddituale o patrimoniale dell'azienda, per tal ragione, la clausola, seppur in quel momento sconveniente, potrebbe tutt'al più reputarsi come una sorta di incentivo all'accordo fra soci».

⁷¹⁵ Tra i primi ad invocare il principio di efficienza, *sub specie* di istanza di conservazione dell'ente, quale limite inderogabile per gli statuti dei tipi di società di capitali, G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, cit., 113 ss., poi in ID., *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1988, 189. Di recente, per le ambiguità che connotano il principio di efficienza nell'ordinamento societario, v. P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 48 ss.

sequenza bifasica idonea ad assicurare la simmetria e l'equilibrio del meccanismo sotto molteplici profili. In primo luogo, il socio chiamato ad effettuare la valutazione delle partecipazioni dovrà comunicare l'ammontare del prezzo delle stesse, integrando un'offerta irrevocabile di acquisto, da un lato, e un'offerta irrevocabile di vendita, dall'altro; in secondo luogo, il socio titolare del diritto di scelta dovrà decidere se vendere o comprare al prezzo determinato dalla controparte. Tale duplice segmento vale ad escludere anche eventuali vizi insiti nelle modalità procedurali di formazione dell'accordo smentendo, per un verso, la necessaria bilateralità della struttura dichiarativa ed evidenziando, per altro verso, che la volontà espressa delle parti è stata trasfusa preventivamente nei contenuti della convenzione parasociale con la loro adesione, essendo questa la radice ultima degli effetti discendenti dalla condotta silente di una delle parti. La pattuizione, così atteggiata, resiste al giudizio di meritevolezza⁷¹⁶, senza che possa predicarsene la nullità per ragioni afferenti all'elemento causale⁷¹⁷, poiché la valutazione della causa concreta, intesa come ragion pratica del negozio, deve comunque essere condotta rispetto al momento in cui le parti si sono vincolate ad un determinato programma

⁷¹⁶ In luogo di tanti, si rinvia a F. GAZZONI, *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, Milano, rist. 2017, 8 ss., anche per l'icastico accostamento del mito di Pasiphae al contratto atipico operato rispetto alle prese di posizione della giurisprudenza di legittimità in tema di clausole *claims made* nei contratti di assicurazione per la responsabilità civile. Infatti, nella motivazione della sentenza che qui si annota vi è un espresso richiamo a quella giurisprudenza, nella parte in cui sostiene la necessità di ricondurre l'esame della singola clausola al controllo di conformità tipologica. In argomento, non può che rinviarsi a G. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 264 ss.; e, più di recente, E. NAVARRETTA, *Le ragioni della causa e il problema*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 979 ss. Che la nozione di causa, pur nella molteplicità delle sue accezioni, sia servita ad indicare profili del contratto riluttanti ad essere limitati alla sola struttura è rilevato da G. DATILO, *Tipicità e realtà nel diritto dei contratti*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, 791, cui si deve il rilievo per cui «i tipi effettuali [...] ai fini della qualificazione continueranno a svolgere il loro ruolo di strumento conoscitivo, su un piano in senso logico e cronologico antecedente alla valutazione dell'operazione economico-giuridica individuale e concreta», *ivi*, 805. Da ultimo, G. LENER, *"Riflessioni sul contratto" - La meritevolezza degli interessi nella recente elaborazione giurisprudenziale*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 615 ss.

⁷¹⁷ Per l'individuazione della ragione giustificativa alla base della vicenda traslativa, si vedano le risalenti riflessioni di G. GORLA, *Causa, consideration e forma nell'atto di alienazione inter vivos*, in *Riv. dir. comm.*, 1952, I, 178-180.

contrattuale⁷¹⁸. Si assiste, così, al progressivo rafforzamento degli spazi dell'autonomia privata affiancato, in parallelo, da un controllo di meritevolezza che tiene nella dovuta considerazione anche gli interessi realizzati attraverso singole clausole⁷¹⁹, tendenza che corrobora l'opinione di autorevole dottrina⁷²⁰ secondo cui «il termine tipo, nel lessico dell'art. 1322, comma 2, starebbe per tipo di funzione e contratto atipico equivarrebbe a *funzionalmente atipico*».

Dunque, come osservato, punto di emersione di questa atipicità teleologica sarebbe proprio la clausola di *russian roulette*, la quale, per le finalità avute di mira, si pone in piena discontinuità rispetto al fine conservativo e stabilizzatorio tipizzato dal codice⁷²¹ con la disciplina dei patti parasociali.

È in questo contesto che deve vagliarsi l'eventualità in cui il socio oblato, pur avendo dato volontaria esecuzione alla clausola, ne abbia successivamente contestato in giudizio la validità; una simile scelta, ai limiti del divieto di *venire contra factum proprium*⁷²², non è in ogni caso sufficiente a fondare profili di invalidità della pattuizione, potendo avere una limitata rilevanza, a tutto concedere, solo sul versante risarcitorio. Diversamente opinando, si realizzerebbe una inaccettabile commistione tra regole di validità e regole di condotta. Pertanto, ai fini della

⁷¹⁸ Per tutti, V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, I, 961-962. Da ultimo, in giurisprudenza, v. Cass., 10 luglio 2018, n. 18138, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 722 ss., con nota di F. CORAZZA, *Patto parasociale e sopravvenuta modifica della struttura partecipativa della società: rilievi in merito ad invalidità ed inefficacia*; nonché in *Riv. dir. soc.*, 2019, 391 ss., con nota di A. ABU AWWAD, *Patti parasociali: interpretazione e principi generali*. Tale pronuncia definisce in sede di legittimità la controversia decisa in prime cure da Trib. Trieste, 7 marzo 2014, in *Giur. it.*, 2014, 1613 ss., con nota di E. GABRIELLI, *Causa in concreto e patti parasociali: nella vicenda richiamata, la causa concreta del patto coincideva con l'interesse delle parti ad un controllo comune sulla gestione societaria in ragione di una partecipazione paritaria nella società*.

⁷¹⁹ P.M. SANFILIPPO, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, cit., 165.

⁷²⁰ P. SPADA, *La tipicità delle società*, cit., 10 ss.

⁷²¹ Testualmente, P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*, cit., 451.

⁷²² Divieto la cui tenuta viene messa a dura prova, negli ordinamenti anglo-americani, dalle cc.dd. clausole *no waiver*, v. G. DE NOVA, *Contratto alieno*, in *Digesto discipline privatistiche, sez. civ.*, Torino, 2009; A.P. SCARSO, *Venire contra factum proprium e responsabilità*, in *Resp. civ. prev.*, 2009, 206 ss.; F. ASTONE, *Venire contra factum proprium (divieto di contraddizione e dovere di coerenza nei rapporti tra privati)*, 2006, Napoli, 187 ss.; ID., *Impugnativa di bilancio e divieto di venire contra factum proprium*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, II, 209 ss.

dimostrazione dell'esercizio abusivo del diritto accordato dalla clausola in esame⁷²³ non basterebbe il mero fatto di una determinazione manifestamente iniqua del prezzo, ma il socio che lamenti l'abuso, per poter ambire al risarcimento del danno differenziale, dovrà dimostrare ulteriori elementi comprovanti l'approfittamento della controparte. Tale indagine attiene infatti alla fase esecutiva del contratto⁷²⁴ e, comunque, non inficia il giudizio di meritevolezza della clausola, anche perché lo squilibrio economico tra le parti coinvolte potrebbe, al massimo, porsi come mera sopravvenienza⁷²⁵, specie se si considera che alle parti non è preclusa una rinegoziazione del patto stesso.

Sempre nel fascio di argomentazioni civilistiche deve riportarsi anche l'analisi degli eventuali attriti tra la *russian roulette clause* e il vizio dell'oggetto del contratto che, *prima facie*, sembrerebbe rimesso al mero arbitrio di una delle due parti (art. 1349 c.c.)⁷²⁶;

⁷²³ Per tutti, v. S. GOMTSIAN, *Private ordering of exit in limited liability companies: theory and evidence from business organizations contracts*, in *Am. Bus. Law Journ.*, 2016, IV, 712-713.

⁷²⁴ Tra i rimedi esperibili si annovera, secondo alcuni, l'*exceptio doli*, con corrispondente disconoscimento degli effetti degli atti scaturenti dall'esercizio abusivo del diritto attribuito dalla clausola parasociale. Si rinvia a A.A. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, I, 148 ss.; G.B. PORTALE, *Impugnativa di bilancio ed exceptio doli*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 507; ID., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, Milano, 1991, 95 ss.; per ulteriori rilievi, v. B. SCIANNACA, *Russian roulette clause*, *cit.*, 886-887.

⁷²⁵ Cfr. G. MEO, *Impresa e contratto nella valutazione dell'atipicità negoziale. L'esempio della fideiussione «omnibus»*, Milano, 1991, 85 ss., secondo cui «il giudizio di meritevolezza implica un'operazione di contemperamento fra i diversi interessi in gioco, fra quelli perseguiti con l'atipico e quelli rilevanti secondo l'ordinamento; valutazione, questa, che esige un bilanciamento fra interessi che pure appare necessaria per la selezione di una disciplina adeguata al concreto assetto negoziale atipico». Sul tema, v. pure G. SICCHIERO, *La distinzione tra meritevolezza e liceità del contratto atipico*, in *Contr. e impr.*, 2004, 549 ss.

⁷²⁶ L'ipotizzabilità di un arbitraggio rimesso alla parte del contratto (e non al terzo) è questione controversa; la tesi prevalente esclude che siffatto meccanismo possa ricondursi alla disciplina dell'art. 1349 c.c., stante il presupposto del difetto di terzietà del soggetto chiamato a determinare la prestazione e l'assenza di una previsione legislativa *ad hoc*, diversamente da quanto si verifica nell'ordinamento tedesco in cui al § 315 BGB è contemplata la determinazione unilaterale di parte, *Bestimmung der Leistung durch eine Partei*: E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti in generale, Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, I, 2006, 861 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, in G. IUDICA – P. ZATTI, *Trattato di diritto privato*, Milano, 2001, 357, ad avviso del quale alcuni indici normativi deporrebbero nel senso di una non radicale inammissibilità della figura in esame: «la determinazione rimessa alla parte è invece inammissibile – e rende nullo il contratto per indeterminabilità dell'oggetto – quando l'interesse di controparte a non subire sorprese lesive non sia adeguatamente presidiato da limiti posti alla discrezionalità di chi sceglie» (corsivo dell'A.). Nondimeno,

la questione trova una soluzione nella struttura paritetica della clausola, la quale consente di rimediare ad eventuali asimmetrie tra le parti, siccome, come già osservato, l'iter di individuazione del socio uscente esclude la stessa possibilità di determinazione di un prezzo arbitrario⁷²⁷. Infatti, l'imprevedibilità connaturata a tale meccanismo, testimoniata anche dalla metafora adottata per identificarlo⁷²⁸, garantisce che chi stabilisce il prezzo, proprio perché potrebbe trovarsi nelle vesti di acquirente della partecipazione, non vada a determinare un importo arbitrario della cessione.

Tale aspetto merita di essere approfondito: l'equilibrio del meccanismo è stato sì rinvenuto nell'applicazione dell'affermazione del giudice Easterbrook (nel caso

secondo una diversa impostazione, l'assenza di una copertura normativa non è argomento decisivo, siccome, in alcune ipotesi, il legislatore rimette ad una delle parti del contratto la determinazione di un elemento del rapporto. Tale elemento è valorizzato da F. CRISCUOLO, *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995, 340 (l'A. richiama l'art. 1560 c.c., dettato in materia di somministrazione, in forza del quale le richieste relative alle singole forniture possono essere rimesse all'apprezzamento del somministrato, che è tenuto ad operare nei limiti del "normale fabbisogno", ovvero secondo quanto il contratto dispone in termini di minimi e di massimi). In giurisprudenza, da ultimo, v. Trib. Torino, sez. impr., 22 novembre 2019, in *Giur. it.*, 2020, 1930, con nota di R. RUSSO, *Trasferimento di partecipazioni: il ruolo dell'arbitratore e del Tribunale nella determinazione del prezzo*, ove si afferma che qualora le parti non provvedano alla nomina del terzo incaricato di stabilire il prezzo del contratto di cessione di una partecipazione societaria, la parte interessata all'adempimento può domandare al Tribunale, nel medesimo giudizio, sia la determinazione del prezzo sia l'esecuzione del contratto, con ciò evidenziando che l'arbitratore non esaurisce il suo ruolo nell'asettica applicazione dei criteri scelti dalle parti; Cass., 8 febbraio 2019, n. 3835, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, 915 ss., con nota di M. PELLINI, *La determinazione giudiziale dell'oggetto del contratto*.

⁷²⁷ Va però osservato che il valore del pacchetto azionario viene tradizionalmente considerato come un problema di prezzo e, in quanto tale, assoggettato alla corrispondente disciplina civilistica, la quale però «si occupa della rilevanza di fattori patologici nella formazione del prezzo (esistenza di vizi di quanto ceduto, ovvero nel processo formativo della volontà dei contraenti)», quando invece «della formazione, per così dire, fisiologica del prezzo il diritto di regola non si occupa se non per il caso dell'arbitraggio, della rimessione cioè della determinazione del prezzo ad un terzo (art. 1349). Ed anche in quest'ultima ipotesi il legislatore interviene non tanto per dettare in positivo criteri di determinazione del prezzo, quanto per porre limiti alla sindacabilità dell'apprezzamento del terzo arbitratore». Tali rilievi sono di P. MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, I, 1993, 205.

⁷²⁸ E. MARCHISIO, "Spaccare il capello in quattro". *Interpretazione del diritto (commerciale) e figure retoriche*, in U. MORERA-M. SCIUTO, *Le parole del diritto commerciale*, Torino, 2018, 63 ss.; pur con i caveat di P. SPADA, *Diritto commerciale*, II, *Elementi*, cit., 208, secondo cui la metafora è «utile se non ci si dimentica che è una metafora, che cioè comporta un'associazione del tutto trasgressiva». La citazione è ripresa da F. MURINO, *Elasticità della lingua e rigore del discorso giuridico in G.C.M. Rivolta*, cit., 971.

Valinote v. Ballis sopra richiamato) tuttavia, ad una più attenta valutazione delle circostanze fattuali in cui la negoziazione si compie, la piana operatività dell'art. 1349 c.c. potrebbe cominciare a vacillare. È un dato incontrovertito che la determinazione unilaterale dell'oggetto del contratto possa essere demandata ad una sola delle parti a condizione che vi sia la presenza di una valutazione imparziale, siccome basata su parametri oggettivi suscettibili di applicazione automatica, ovvero affidata ad un soggetto indipendente ed esperto; è altrettanto incontrovertito che dal tenore letterale della clausola di *russian roulette* si desume che la determinazione del prezzo venga normalmente rimessa a una sola delle parti, ma ciò non esime da una verifica del contesto economico in cui la clausola si inserisce, valutando in particolare l'ipotesi in cui, ad esempio, la società non disponga di liquidità necessaria ad operare alcun acquisto e si trovi, di fatto, costretta ad alienare⁷²⁹, compromettendo la neutralità delle condizioni di negoziazione. Detto altrimenti, risulterebbe frustrato il presupposto di equidistanza su cui il meccanismo tracciato dall'art. 1349 c.c. si fonda, in ragione dello stato di eventuale debolezza economica della controparte. Con maggiore sforzo ricostruttivo, il particolare svolgimento dei rapporti tra le parti coinvolte neppure impedisce di ravvisare una violazione del divieto posto dall'art. 9, l. 192/1998, norma che sanziona l'abuso di dipendenza economica⁷³⁰ e alla quale si ascrive unanimemente valenza di principio generale⁷³¹; in tale contesto, la strutturale

⁷²⁹ Si reputa opportuno precisare, come si evince dalla parte narrativa del provvedimento annotato, che la parte investita della determinazione del prezzo della cessione conosceva fin dal momento dell'instaurazione del rapporto le condizioni economiche della controparte e, dunque, poteva prevedere che l'acquisto fosse a quest'ultima precluso.

⁷³⁰ Tra i molteplici contributi sull'argomento, si segnalano il recentissimo lavoro di V. BACHELET, *Abuso di dipendenza economica e squilibrio nei contratti tra imprese. Norma, sistema, tutele, prospettive*, Milano, 2020, spec. 249 ss., e lo scritto di A. ALBANESE, *Abuso di dipendenza economica: nullità del contratto e riequilibrio del rapporto*, in *Europa dir. priv.*, 1999, 1179 ss., tra i primi studi editi all'indomani dell'introduzione del divieto in discorso nel nostro ordinamento. Nulla impedirebbe, rispetto alla sequenza negoziale innescata dall'attivazione della *russian roulette*, di affermare l'operatività di una clausola di «ragionevolezza economica» dell'operazione, strumentale e individuare i confini delle fattispecie abusive: in argomento, P. MONTALENTI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, 873.

⁷³¹ Così G. OPPO, *Principi*, in *Trattato Buonocore*, Torino, 2001, 39-40. Da ultimo, in una prospettiva di valorizzazione del controllo della determinazione unilaterale dell'oggetto del contratto, F. DELFINI, *Norme dispositive e determinazione del contenuto del contratto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2020, I, 550-551.

asimmetria economica non è priva di conseguenze rispetto all'esercizio del diritto potestativo di acquisto scaturente dall'attivazione della clausola e, oltre a fomentare ulteriori profili di abuso sottesi all'acquisizione della partecipazione, esiterebbe - nell'economia del meccanismo della *roulette* russa - nella declaratoria di nullità parziale della clausola di determinazione del prezzo.

L'introduzione alle implicazioni connesse al versante rimediabile consente di affermare che, in questo contesto, anche il profilo attinente alla *exceptio doli generalis* assume un rilievo cruciale per almeno un duplice ordine di motivi. In primo luogo, non occorre che alla condotta abusiva di una delle parti si accompagni la prova dell'intenzionalità lesiva poiché, ai fini dell'integrazione dell'*exceptio*, la sussistenza del fatto obiettivo in sé rappresenta condizione necessaria e sufficiente; in secondo luogo, la mancata prova dell'elemento soggettivo della preordinazione non può comunque determinare l'irrilevanza di eventuali ulteriori indici sintomatici dell'abuso. Che l'abuso del diritto o l'*exceptio doli* non presuppongano la colpa o il dolo di chi pone in essere la condotta abusiva è ormai ampiamente condiviso⁷³², infatti «data una pretesa oggettivamente contraria a canoni di lealtà – e l'identico si può dire della pretesa abusiva – la semplice contestazione di tale obiettivo difetto pone, anche soggettivamente, in istato di dolo chi persista nel far valere la pretesa⁷³³». In ultimo – e si tratta di una conclusione generalizzabile a tutti i casi in cui le partecipazioni risultino essere paritetiche – difficilmente può sostenersi la fondatezza di domande risarcitorie per abuso dell'esercizio di attività di direzione e

⁷³² Per tutti, si veda G.B. PORTALE, *Lezioni di diritto privato comparato*², cit., spec. 160-162; ID. *Le garanzie bancarie internazionali (questioni)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988, I, 21, ove si osserva che è «da tempo certo che questo strumento è adatto anche a neutralizzare un *uso oggettivamente anormale del diritto*, a prescindere da ogni indagine sugli stati soggettivi e quindi pure dalla ricerca della presenza di elementi colposi nel comportamento dell'agente».

⁷³³ In termini, G.L. PELLIZZI, voce *Exceptio doli* (Diritto civile), in *Novissimo Digesto*, Torino, 1960, VI, 1077. Sulla stessa linea F. RANIERI, *Eccezione di dolo generale*, in *Digesto disc. priv., sez. civ.*, Torino, 1991, VII, 324, il quale sottolinea che «da figura dell'*exceptio doli generalis* investe [...] pure [...] i casi in cui, a prescindere da ogni indagine sugli stati soggettivi nel comportamento dell'agente, un diritto venga esercitato in maniera contraria agli affidamenti e alle aspettative bona fide, che – in relazione ai comportamenti ed alle relazioni intercorsi tra le parti – fossero sorti nella controparte».

coordinamento ai sensi dell'art. 2497, comma 1, c.c.⁷³⁴, e ciò almeno in quei casi in cui i dati puramente aritmetici dimostrino che le società erano entrambe titolari di una partecipazione paritetica e, per di più, esprimevano un pari numero di componenti del consiglio di amministrazione e membri del collegio sindacale, con la corrispondente assenza di ogni disparità informativa⁷³⁵.

2.3 Russian roulette ed equa valorizzazione della partecipazione sociale.

I rilievi fin qui formulati inducono a ritenere che la clausola in esame, seppur sotto forma di divorzio “all’italiana”, in ragione dei correttivi richiamati, stia ormai smarrendo i connotati di “alienità” che la caratterizzavano in passato.

Pertanto, e in vista di una progressiva tipizzazione che è ragionevole prevedere, devono ora verificarsi quali siano i margini di operatività del principio di equa valorizzazione della partecipazione sociale, soprattutto per sondare se la sua portata applicativa sia tale da trascendere le ipotesi normative nelle quali è espressamente contemplato⁷³⁶. La tenuta di tale principio deve essere testata perché, una volta che la *russian roulette* si attivi, all’effetto impeditivo dello scioglimento della società si abbina l’attribuzione del controllo ad uno dei soci, il cui prezzo di cessione – in assenza di una clausola siffatta – dovrebbe tener conto del valore del premio di controllo stesso⁷³⁷.

⁷³⁴ Sul tema, per tutti, P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 317 ss.

⁷³⁵ Si tratta, però, di un’idea certo rassicurante ma ben lontana dalla sensibilità della letteratura americana sull’argomento che, a più riprese, ha invece messo in luce non solo l’essenzialità dell’aspetto informativo, ma anche l’opportunità che le informazioni fossero tarate sulla effettiva capacità economica e finanziaria della controparte, onde evitare che «owners who find themselves at an informational or financial advantage have an incentive to behave opportunistically in private environments», così C.M. LANDEO-K.E SPIER, *Shotguns and deadlocks*, cit., 34.

⁷³⁶ Si veda l’art. 2437-ter c.c. in tema di diritto di recesso e tutte quelle ulteriori previsioni che lo richiamano, dettate in tema di limiti alla circolazione delle azioni (art. 2355-bis c.c.), azioni riscattabili (art. 2437-sexies c.c.), fusione (art. 2505-bis c.c.) e scissione (art. 2506-bis c.c.).

⁷³⁷ Sebbene maturate nell’ambito di una controversia in cui l’acquisto coattivo della partecipazione maggioritaria era avvenuto a seguito dell’escussione di un pegno, può qui replicarsi l’opportunità della pattuizione di una sorta di *relief from forfeiture of shares*, da considerarsi alla stregua di una indennità di esproprio della partecipazione. Si tratta di soluzione proposta nella nota vicenda decisa dalla Court

Sotto questo profilo, constatata l'assenza di una norma che prescriva il versamento del maggior prezzo ove si realizzi il trasferimento del controllo, la nullità della clausola si anniderebbe nel fatto che il socio viene espropriato della propria partecipazione, la quale verrebbe ceduta a prezzo vile all'altro socio, e dunque si ritrova costretto ad un *exit* forzoso dalla compagine. La tesi contraria all'estensione del principio di equa valorizzazione della partecipazione sociale a tutte le ipotesi di *exit* forzoso dalla società transita attraverso la distinzione della *russian roulette* dalle clausole di trascinamento (c.d. *drag along*, su cui *supra*); queste ultime rispondono 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 minoranza⁷³⁸. Al di là della contiguità solo fattuale, la descrizione del meccanismo operativo comprova la non coincidenza delle funzioni assolve dalle due tipologie di clausole e infatti, nel caso del *drag along*⁷³⁹, il socio di minoranza sconta una situazione di totale soggezione nell'eventualità in cui il terzo decida di acquistare anche la quota di minoranza, siccome interessato a detenere l'intero capitale; logico corollario di tale asimmetria è quello dell'applicazione di un principio di equa valorizzazione⁷⁴⁰ strumentale a garantire al

of Appeal of the British Virgin Islands, “Cukurova Finance International Limited-Cukurova Holdings A.S. vs. Alfa Telecom Turkey Limited, 9 luglio 2013; per una chiara disamina del *relief from forfeiture*, si rinvia a J.C.P. GOLDBERG-H.E. SMITH, P.G. TURNER, *Equity and Law*, Cambridge, 2019, 22.

⁷³⁸ Tale efficace sintesi del meccanismo si deve a Trib. Milano, 24 marzo 2011, *cit.*

⁷³⁹ A tal proposito, la massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano evidenzia come «[...] la condizione primaria di validità della clausola di *drag along* è la sua compatibilità con il principio dell'equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa, affinché l'esercizio del diritto di co-vendita ed il conseguente trasferimento non realizzi in concreto un effetto espropriativo della differenza tra il valore effettivo della partecipazione ed il valore convenzionalmente fissato per il suo trasferimento».

⁷⁴⁰ In argomento, Trib. Milano, 22 dicembre 2014, *cit.*, con commento di D. PISELLI, *Il principio di “equa valorizzazione” della partecipazione sociale è riferibile solo all'uscita del socio dalla società?*, cui si rimanda per la singolare proposta di considerare l'obiettivo dell'equa valorizzazione dell'investimento come metro per la valutazione del raggiungimento dell'oggetto sociale e, quindi, anche come presupposto per lo scioglimento forzoso di quelle società che non raggiungano, a danno dei soci di minoranza, tale fine.

socio di minoranza di ottenere un prezzo che incorpori anche il valore del controllo che, diversamente, spetterebbe soltanto alla maggioranza azionaria. La previsione di tale temperamento mira ad assicurare che il valore forzato del disinvestimento non finisca per essere inferiore alle somme che al singolo socio sarebbero state corrisposte a seguito di un'autonoma decisione di recedere dalla società (art. 2437-ter c.c.), oppure in relazione a una situazione di «soggezione» rispetto ad acquisti «potestativi» in cui versano alcuni soci di fronte a un potere di riscatto (art. 2437-sexies c.c.), ovvero ancora in presenza di un potere di *squeeze out* che faccia seguito a un'offerta pubblica di acquisto totalitaria (art. 111 t.u.f.), ovvero infine (con previsione normalmente in favore di un terzo ma talora anche in favore di altro socio) a fronte di un potere di escussione in autotutela di un pegno di azioni (d.lgs. n. 170 del 2004, con valutazione della partecipazione ancorata alla clausola di ragionevolezza commerciale e d.l. n. 59/2016⁷⁴¹).

Seguendo tale linea argomentativa, quand'anche si postulasse l'esistenza di un principio generale che assicuri l'equa valorizzazione in tutti i casi di cessione della partecipazione da parte del socio uscente, il parametro di equità andrebbe ancorato al valore di liquidazione, mancando ogni prospettiva reddituale futura; è infatti autoevidente che l'unico esito possibile in alternativa all'operatività della *russian roulette* è la liquidazione della società, al netto di quelle ipotesi in cui il patrimonio sociale, venga alienato in blocco, senza interruzione dell'attività d'impresa e, quindi, con una verosimile prospettiva reddituale.

Anzi, su un piano pratico, ove venisse affermata la necessità di un criterio di equa valorizzazione⁷⁴² rispetto alle clausole di *russian roulette* si moltiplicherebbero le contestazioni del patto collegate a sistematiche distorsioni dei meccanismi di determinazione del prezzo ma senza che ciò scalfisca la liceità e meritevolezza dello

⁷⁴¹ Per tutti, v. F. MURINO, *Pegno non possessorio di azioni, potenziata autotutela esecutiva e attualità del divieto di accettazione di azioni proprie in garanzia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 297 ss.

⁷⁴² E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, *cit.*, 377.

stesso, almeno in astratto, pur in assenza di un *floor*⁷⁴³ che neutralizzi il rischio di eventuali perdite. D'altronde, la mancata fissazione di un prezzo minimo di cessione si rivela in linea con l'opinione di autorevole dottrina secondo cui le clausole inerenti alla cessione delle partecipazioni sociali «non atterrebbero all'organizzazione della società, alla gerarchia e a situazioni di potere, ma al mercato e ai rapporti contrattuali fra i soci e perché la proprietà azionaria non è costituzionalmente vincolata a specifiche funzioni [...] non richiede una tutela diversa da quella di cui beneficia la proprietà degli altri beni⁷⁴⁴».

Ulteriore argomento che depone nel senso della non estensione del principio di equa valorizzazione alla clausola parasociale di *russian roulette*, proviene da un raffronto strutturale e funzionale con le azioni riscattabili⁷⁴⁵; da queste ultime, infatti, esula il potere di scelta dell'oblato – vincolato alla determinazione del valore della partecipazione sociale operata dall'offerente - che connota la *russian roulette*⁷⁴⁶, dal momento che si realizza una totale soggezione all'altrui diritto potestativo⁷⁴⁷ puro di

⁷⁴³ P.M. SANFILIPPO, *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 1161.

⁷⁴⁴ Testualmente C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, *cit.*, 30 ss.

⁷⁴⁵ Sul tema, si rinvia al lavoro monografico di G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, 2013, 154 ss; invece, per una disamina delle differenze strutturali e funzionali tra *drag-along* e azioni riscattabili, v. P. DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*, *cit.*, 401, nella parte in cui chiarisce che «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 trascinarsi") 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 trascinarsi 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"».

⁷⁴⁶ Al verificarsi del *trigger event* (stallo decisionale) la riscattabilità è condizione in cui può incorrere qualsiasi azione.

⁷⁴⁷ La facoltà di scelta dell'oblato può essere ricostruita alla stregua di un diritto potestativo insindacabile dalla controparte che deve sottostare alla decisione che questi assume; infatti, risultano

riscatto, situazione dalla quale discende inesorabilmente la necessità di assicurare in via preventiva una tutela minima inderogabile⁷⁴⁸ espressa nella soglia di valutazione ai fini del riscatto stesso (art. 2437-*sexies* c.c., che richiama l'art. 2437-*ter* c.c.)⁷⁴⁹.

I due piani, al netto del comune effetto espulsivo (sempre totale, nella *russian roulette clause*) del socio dall'organizzazione, non sono sovrapponibili. Per giunta, si rileva che, come è stato osservato⁷⁵⁰, ai fini della validità delle azioni riscattande, «non trovano applicazione i limiti previsti per la diversa categoria tipica delle azioni riscattabili (art. 2437 *sexies* c.c.); lo statuto potrà pertanto prevedere criteri di determinazione del prezzo di vendita più penalizzanti e termini di pagamento meno favorevoli rispetto a quelli indicati per la liquidazione della quota del socio receduto⁷⁵¹, ai sensi degli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c.», circostanza ulteriore da cui si inferisce l'impossibilità di sostenere un'applicazione generale del principio di equa valorizzazione. Tale ricostruzione collima anche con il riconoscimento della libertà

applicabili i principi enunciati dalla giurisprudenza in materia di condizione meramente potestativa (art. 1355 c.c.), cfr., *ex multis*, Cass., 26 agosto 2014, n. 18239.

⁷⁴⁸ G. PRESTI, *Le clausole di «riscatto» nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1983, I, 408 ss.; L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 277 ss.

⁷⁴⁹ Non mancano, sul tema, anche opinioni difformi come emerge dallo studio di M. MALTONI, *Sulla riscattabilità delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2019, 155, secondo il quale, nonostante il dato letterale inequivoco dell'art. 2437-*sexies* c.c., «non si colgono, sul piano della tutela degli interessi, le ragioni per cui dovrebbe essere vietato, a colui che accetta una posizione di soggezione particolare, contrattare anche criteri di determinazione del valore di liquidazione diversi, e meno favorevoli, rispetto a quelli fissati per il recesso legale, seppure nel rispetto del divieto di patto leonino».

⁷⁵⁰ L. CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, cit., 1330, tesi recepita dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Prato, Pistoia, massima n. 67/2018.

⁷⁵¹ M. VENTORUZZO, *Recesso e valore delle partecipazioni societarie*, Milano, 2012, 71. Si consideri poi che, sebbene l'attivazione del meccanismo della *russian roulette* ambisca ad evitare la disgregazione del complesso aziendale, in giurisprudenza si fa strada l'idea che sia consentito prevedere statutariamente che la consistenza patrimoniale di cui all'art. 2437-*ter* c.c., ai fini della liquidazione della partecipazione in caso di recesso, venga valutata secondo il criterio che tiene conto dell'utilizzo dei cespiti nella prospettiva della continuità aziendale. Esito configurabile alla luce dell'elasticità della norma richiamata suscettibile «dell'applicazione di una pluralità di criteri di valutazione» il cui limite inderogabile sarebbe costituito da una stima del patrimonio sociale che fosse effettuata solo in base a criteri statici. Si allude a Cass., 15 luglio 2014, n. 16168, in *Società*, 2014, 1141; nonché in *Giur. it.*, 2015, 119 ss., con nota di E. FREGONARA, *Criteri statutari di liquidazione delle azioni e principio del c.d. «going concern»*, ove si è ribadita l'impossibilità di introdurre un parametro di valutazione vago ed arbitrario, non conforme né ai criteri legali né al livello di specificità richiesto per la previsione statutaria, *ivi*, 122.

negoziale delle parti che si esplica nella programmazione delle condizioni economiche di un contratto che autogovernano e che riempie di contenuti i principi di autoresponsabilità e piena disponibilità della posizione patrimoniale individuale, fino al punto da indurre a ritenere inutile l'imposizione di un *floor* minimo di determinazione del valore di realizzo delle partecipazioni sociali; infatti, seppure - in ipotesi - si prevedesse l'operatività del principio di equa valorizzazione, questo potrebbe essere in ogni caso superato per effetto della concorde volontà delle parti confluita nel patto parasociale (avente efficacia meramente obbligatoria e circoscritta ai contraenti), stroncando sul nascere eventuali contestazioni sul valore equo o meno della partecipazione ceduta⁷⁵².

Da ciò consegue che la clausola potrebbe essere dichiarata nulla soltanto sul presupposto che si dimostri che la stessa sia rivolta ad attuare una valorizzazione del tutto iniqua (es. la cessione non avviene per un corrispettivo congruo ma *nummo uno*)⁷⁵³, profilo che si riannoda alla ipotizzata situazione di squilibrio intercorrente tra

⁷⁵² Le implicazioni connesse all'equilibrio contrattuale sembrano richiamare, seppur indirettamente, tutte le questioni sottese alle pattuizioni marciane e alla valorizzazione che del bene venga effettuata in seno a tali meccanismi, a tacere della contiguità della questione alle problematiche sottese agli acquisti potestativi in autotutela, poiché anche in quella sede l'aspetto più delicato attiene proprio alla stima della partecipazione. Tra i tanti, cfr. G. D'AMICO-S. PAGLIANTINI-F. PIRAINO, *I nuovi marciari*, 2017, Torino, *passim*; A. LUMINOSO, *Patto marciano e sottotipi*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, 1415 ss.

⁷⁵³ Deve però darsi conto dell'opinione di chi nega che la pattuizione di un prezzo vile di realizzo non integri in alcun modo un motivo di nullità della clausola qualora essa sia prevista in sede parasociale, v. P. DIVIZIA, *Patto di opzioni put and call*, *cit.*, 351, ad avviso del quale, in un contesto parasociale, è «possibile rinunciare a qualsiasi temperamento negoziale, in ossequio ad un principio di autoresponsabilità e libera disponibilità della posizione patrimoniale di ciascun individuo. In altre parole, la rinuncia al correttivo del *floor* minimo pari al FMV sarà frutto di una scelta libera dell'aderente al patto, non opponibile a terzi e non trasmissibile *ex se* a successivi aventi causa, anche a titolo successorio». Diversa è la sensibilità rispetto a questo problema sedimentata nell'ordinamento francese, ove la maggioranza degli interpreti «ritiene che la *règle de libre négociabilité n'interdit pas l'exercice anticipé de... [la] choix [de l'acquéreur] dans un pacte d'actionnaire*. In ogni caso questa dottrina non manca di sottolineare che tali accordi parasociali non devono avere lo scopo di eludere l'applicazione di norme imperative né essere in frode alla legge: ad esempio, si ritiene che sarebbe sicuramente contrario alla legge un accordo che comportasse la sostanziale impossibilità per un socio di uscire da una società per azioni in ragione di un prezzo iniquo offerto dal beneficiario del diritto di prelazione e in difetto della possibilità di ricorrere, per la valutazione della partecipazione, all'expertise prevista dall'art. 1843-4 del Code Civil. Come per tutti gli accordi parasociali aventi ad oggetto il trasferimento di partecipazioni sociali, anche con riferimento ai patti di prelazione nell'ordinamento francese è richiesta quale condizione di validità la previsione di un *juste prix* a favore del cedente quale

le parti - declinabile in termini di abuso di dipendenza economica⁷⁵⁴ - e che, di recente, ha ricevuto anche una accurata tipizzazione nel Codice belga delle società e delle associazioni varato il 4 aprile 2019⁷⁵⁵.

corrispettivo per la partecipazione ceduta», lo riporta R. TORINO, *Note in tema di efficacia dei patti parasociali di blocco e di contendibilità del controllo societario nell'ordinamento giuridico italiano e francese*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, 717 ss. Le osservazioni riportate sono in parte superate dalle più recenti indicazioni legislative, in linea con le quali il prezzo non deve più essere determinato, e nemmeno determinabile, al momento della conclusione del contratto, temperate soltanto dalla previsione dell'art. 1167 code civil, secondo cui, al fine di conservare il contratto, qualora il prezzo o qualunque altro elemento del contratto debba essere determinato con un indice che non esiste, ha cessato di esistere o di essere accessibile, si fa ricorso all'indice che più si avvicina: cfr. J. MOURY, *Le prix dans le "nouveau" droit commun des contrats*, D., 2016, 1013; J. MOURY – B. FRANÉOIS, *Alcune conseguenze della riforma del diritto dei contratti sulla cessione delle quote sociali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, 875-877, F. LABARTHE, *La fixation unilatérale du prix dans les contrats cadre et prestations de service. Regards interrogatifs sur les articles 1164 et 1165 du code civil*, in *JCP* 2016, 1111, secondo l'A. «sussiste in seno all'art. 1163 un rischio di indeterminazione generalizzata del prezzo».

⁷⁵⁴ Siffatte considerazioni in ordine all'equilibrio contrattuale richiamano, seppur in via indiretta, tutte le implicazioni connesse alla legittimità delle pattuizioni marciante e alla corrispondente valorizzazione del bene; pertanto, al pari di quanto accade in sede di acquisti potestativi in autotutela, il problema cruciale attiene alla imparzialità della stima del bene e, per quanto qui interessa, della partecipazione azionaria.

⁷⁵⁵ La scelta legislativa operata nel neointrodotta Codice belga (Libro secondo) sottende l'intenzione di rimediare alla previsione di un prezzo della cessione manifestamente iniquo o mediante il ricorso al giudice o attraverso la designazione di un terzo. Il meccanismo operativo è così descritto: «Art. 2:65 Le défendeur ne peut, après que la citation lui a été signifiée, aliéner ses titres ou les grever de droits réels, sauf avec l'accord du juge ou des parties à la cause. La décision du juge n'est susceptible d'aucun recours; Art. 2:66. Lors du dépôt de ses premières conclusions, le défendeur joint à celles-ci une copie des statuts coordonnés et une copie ou un extrait de toutes les conventions restreignant la cessibilité de ses titres. Le juge veille à respecter les restrictions qui résultent de ces dispositions statutaires et contractuelles lorsqu'il ordonne l'exclusion. Pour autant que les bénéficiaires aient été appelés à la cause, le juge peut: 1) se substituer à toute partie ou à tout tiers désigné par les statuts ou les conventions pour fixer le prix d'exercice d'un droit de préemption; 2) fixer le prix d'exercice du droit de préemption conformément à l'article 2:65, si les dispositions relatives au droit de préemption devaient donner lieu à un prix manifestement déraisonnable; 3) moyennant l'octroi d'un escompte, réduire les délais d'exercice du droit de préemption; 4) écarter l'application des clauses d'agrément applicables aux actionnaires. Pour autant que les bénéficiaires aient été appelés à la cause, le juge peut se prononcer sur la validité de toute convention ou disposition statutaire restreignant la cessibilité des titres dans le chef du défendeur ou, le cas échéant, ordonner le transfert de ces conventions aux acquéreurs des titres». Tale codificazione era stata preceduta dall'esperimento del *code de droit économique* (= CDE) del 2013: vi accenna G.B. PORTALE, *Dal codice civile del 1942 alle (ri)codificazioni: la ricerca di un nuovo diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 83 ss.

Viceversa, un diverso discorso è a farsi allorché la clausola di *russian roulette* sia inserita nello statuto⁷⁵⁶ e non sia, come tradizionalmente accade, trasfusa in una convenzione parasociale; la questione è destinata ad acquisire maggiore spessore, anche sul piano pratico, alla luce della significativa migrazione⁷⁵⁷ del parasociale al sociale registrata negli ultimi tempi. Il diverso “luogo” in cui la clausola viene inserita, da un lato, ridisegna la portata del patto che va ad incidere sull’assetto organizzativo societario e, dall’altro, fa sì che la stessa acquisisca efficacia reale, risulti opponibile *erga omnes* e senza limiti di tempo, vincolando l’intera compagine sociale, nella sua composizione attuale e futura. È solo in tale contesto che si pone un limite all’autonomia statutaria perché si ravvisa la necessità di garantire al socio uscente una equa valorizzazione delle proprie azioni al momento in cui si verifica l'*exit*⁷⁵⁸, prescindendo dalle finalità e dalle motivazioni per le quali la legge o lo statuto disciplinano le diverse ipotesi di *exit* forzato⁷⁵⁹; nel caso di clausola del *cowboy* statutaria, dunque, la facoltà alternativa (acquisto/vendita) concessa al socio che la attiva non è elemento sufficiente per disattivare la regola di tutela dell’equa

⁷⁵⁶ La diversa soluzione si imporrebbe anche alla luce di un dato di diritto positivo; l’art. 9.1.2 dello statuto modello per le *start-up* innovative costituite digitalmente (G.U. n. 56 del 8 marzo 2016) impone il necessario rispetto di una valorizzazione almeno pari a quella determinata in base alle regole dettate dal codice civile per il recesso: “Le partecipazioni dei soci di minoranza non potranno essere vendute ad un prezzo inferiore al valore delle medesime determinato alla stregua dei criteri previsti per il caso di esercizio del diritto di recesso, ai sensi dell’art. 2473 del codice civile”.

⁷⁵⁷ La formula, di indubbia efficacia espressiva, si deve a M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 611. Sul tema, v. anche A. PIANTELLI, *La distinzione dei patti parasociali dai patti sociali nella società di capitali riformata*, cit., 771 ss.

⁷⁵⁸ Per le implicazioni connesse a tale esigenza, v. G.B. PORTALE-A. DACCÒ, *Il recesso del socio nella società a responsabilità limitata: un caso clinico*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, 675-677; M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, cit., 81-84. Tra le pronunce più significative sul tema, v. Trib. Milano, 1 aprile 2008, cit.

⁷⁵⁹ In termini, Consiglio notarile di Milano, massima n. 181/2019, *Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cowboy»)*. Per la legittimità della clausola di *russian roulette* a prescindere dalla condizione che siano indicati i criteri da seguire per la determinazione del prezzo e che quest’ultimo sia almeno pari al valore determinabile in sede di recesso ai sensi degli artt. 2437-ter e 2473 c.c., si rimanda alla massima del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato n. 73/2020, *La clausola russian roulette: rilevanza organizzativa e autonomia statutaria*. Per la dottrina straniera, v. R. KULMS, *A Shareholder’s Freedom of Contract in Close Corporations – Shareholder Agreement in the USA and Germany*, in *European Business Organization Law Review*, 2001, 685 ss.

valorizzazione appena richiamata, la quale opererebbe garantendo al socio costretto al disinvestimento una somma almeno pari al valore di recesso⁷⁶⁰. Così, rispetto alle partecipazioni interessate dallo stallo decisionale (evento attivatore della clausola), l'applicazione del criterio legale di valorizzazione delle azioni dovrà essere calibrato sulla situazione in cui versa la società, ivi compreso lo stato di paralisi decisionale e l'eventuale prospettiva di liquidazione che ad esso potrebbe accompagnarsi⁷⁶¹; a livello di tecnica redazionale, non sarà neppure necessaria l'espressa menzione dell'operatività di tale criterio (artt. 2437-*ter*, 2437-*sexies* c.c.), chiamato ad operare in via diretta o analogica, poiché si tratta di una norma inderogabile che, in quanto tale, trova automatica applicazione anche qualora non sia espressamente richiamata, senza che ciò si riverberi in negativo sulla validità della clausola stessa. Se allora l'autonomia statutaria sconta il limite dell'equa valorizzazione della partecipazione forzosamente dismessa⁷⁶², deve però notarsi come la stessa riguadagni terreno, per un verso, nella definizione del contenuto concreto della clausola della *roulette russa* e, per altro verso, nell'individuazione dei rimedi attivabili. Ultimo profilo da scrutinare, in tale ambito, è quello relativo alla conformazione statutaria della clausola e alle

⁷⁶⁰ L'alternativa potrebbe essere quella di introdurre nel testo della clausola un espresso rinvio allo *standard* di *commercial reasonableness* mutuato dallo *Uniform Commercial Code*, dal momento che i problemi di valutazione della partecipazione che vengono in rilievo in tale ipotesi non differiscono da quelli che si pongono nel caso del pegno. Per indicazioni bibliografiche sull'argomento, v. F. MURINO, *L'escussione*, in E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti di garanzia finanziaria. Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, Milano, 2018, 282-289.

⁷⁶¹ «Il che non impedisce di applicare comunque i criteri di valutazione previsti dalla legge (o quelli previsti ad hoc dallo statuto, nei limiti di deroga dei criteri legali), ben potendosi ipotizzare, anche in fase di liquidazione, l'utilizzo di tutti i criteri previsti dall'art. 2437-*ter*, comma 2, c.c.: tanto quello basato sulla consistenza patrimoniale della società, quanto quelli basati sulle prospettive reddituali del patrimonio sociale (che non necessariamente deve essere dissolto, bensì potrebbe essere alienato in blocco, senza interruzione dell'attività d'impresa) e sul valore di mercato delle azioni, che potrebbero a loro volta essere considerate quali oggetto di un'alienazione totalitaria a soggetti terzi». Testualmente, Consiglio notarile di Milano, massima n. 181/2019.

⁷⁶² In argomento, per il taglio pratico che li connota, si segnalano i contributi di G. FAUCEGLIA, *Arbitraggio e determinazione del valore della quota nella disciplina del recesso nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. it.*, 2007, 2086 ss., e di A. MOTTO, *La risoluzione del contrasto sul valore di liquidazione delle partecipazioni del socio receduto: (presunto) arbitraggio obbligatorio dell'esperto e dubbi di legittimità costituzionale*, in *Riv. arbitrato.*, 2019, 459 ss.; l'A. da ultimo richiamato solleva, peraltro, censure di legittimità costituzionale degli artt. 2437-*ter*, comma 6, e 2473, comma 3, c.c., in rapporto agli artt. 24 e 102 Cost., *ivi*, 483-485.

modalità attributive del corrispondente diritto: la soluzione varia a seconda che l'attivazione della procedura antistallo sia riservata ad un unico socio ovvero a tutti i soci, e risente anche della circostanza che l'introduzione riguardi lo statuto di una s.p.a. o di una s.r.l. Sebbene non sia questa la sede per esaminare a fondo la questione, schematicamente e in conformità con quanto ipotizzato dalla prassi notarile, può affermarsi che: in linea di principio, il diritto potrebbe essere attribuito con una disposizione applicabile a qualsiasi azione e a qualsiasi socio, purché questi sia in possesso di una determinata frazione del capitale sociale; nelle s.r.l., nulla osta a che il diritto possa essere attribuito come diritto particolare del socio attivabile nei confronti di determinati soci; nelle s.p.a. (e nelle s.r.l. PMI), il diritto portato dalla clausola potrebbe essere configurato come diritto di categoria attivabile nei confronti delle azioni (o quote) di altre determinate categorie.

I rilievi formulati risultano certamente condivisibili su un piano astratto, nondimeno si impone una valutazione ulteriore che scardina la netta separazione dei piani (sociale-parasociale) di azione della clausola e induce a considerare fuorviante l'affermazione del principio di equa valorizzazione del pacchetto azionario solo nell'eventualità in cui la clausola antistallo sia contenuta nello statuto⁷⁶³.

Peraltro, ove si accedesse a un simile distinguo, la collocazione della clausola atipica all'interno del patto parasociale concorrerebbe ad eludere una norma imperativa dell'ordinamento societario (es. art. 2265 c.c., divieto di patto leonino), con

⁷⁶³ L'idea di un ripensamento dell'impostazione proposta dal Tribunale di Roma e confermata dalla Corte d'Appello, è condivisa nello studio di M. FACCI, *La clausola di roulette russa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 765 ss., cui si rinvia per una accurata analisi strutturale e funzionale della clausola, calibrata a seconda della collocazione topografica della stessa. L'A. sottolinea che «se il principio di equa valorizzazione – come si è affermato – è un principio generale, come tale inderogabile, esso costituirebbe un limite esterno all'autonomia privata suscettibile di venire in rilievo tanto nell'ambito sociale, quanto in quello parasociale, in nessun modo rilevando il fatto che solamente nel primo caso la clausola sarebbe in grado di esplicare effetti verso i terzi. È d'altra parte noto come la ricostruzione della relazione sociale-parasociale stia andando sempre più – non senza ragione e da tempo – verso una tendenziale permeabilità dell'extrasociale nel sociale, tale da rendere quanto meno labili i confini dell'uno e dell'altro ambito. Le predette considerazioni sembrano dunque consigliare un approccio alla questione che non distingua tra clausole con efficacia sociale e pattuizioni parasociali [...]», *ivi*, 793.

conseguente nullità del patto parasociale per frode alla legge (arg. *ex* art. 1344 c.c.)⁷⁶⁴ o per motivo illecito comune ai sensi dell'art. 1345 c.c.; in ogni caso, come evidenziato in giurisprudenza, «è ovvio, innanzitutto, che se il patto parasociale avesse la funzione essenziale di eludere il divieto dell'art. 2265 c.c., esso diverrebbe un negozio in frode non meritevole di autonoma tutela ed incorrente a sua volta nella previsione di nullità dell'articolo citato, in quanto, come è stato rilevato in dottrina, se la legge ha sottoposto un rapporto a norme imperative, ed ha imposto

⁷⁶⁴ Cfr. M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate*, cit., 477-478; E. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007, 26 ss.; ID., *L'efficacia dei patti parasociali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, 238 ss. Vero è che, nella prassi, solo di rado si registrano collisioni frontali con la norma di cui all'art. 2265 c.c.: ad esempio, è controverso se l'accordo con cui un soggetto acquista partecipazioni sociali sul presupposto che gli altri soci garantiscano il riacquisto al medesimo prezzo (o anche maggiorato degli interessi) integri un patto leonino esonerativo dalle perdite. In giurisprudenza, per una autorevole presa di posizione su una siffatta operazione, si veda la recente decisione di App. Milano, sez. impr., 13 febbraio 2020, in *Società*, 2020, 1355 ss., ove si ribadisce che: «integra una violazione del divieto del patto leonino di cui all'art. 2265 c.c. l'accordo di investimento e patto parasociale che cela una forma di finanziamento assistito da vincolo sulle partecipazioni sociali, elusivo della *causa societatis*, perché idoneo ad escludere il socio in modo assoluto e costante da ogni forma di perdita del capitale sociale, consentendosi al creditore-socio che ha finanziato la società il potere di riscuotere comunque il proprio credito, retrocedendo la partecipazione acquistata. [...] La *ratio* che informa il divieto del patto leonino di cui all'art. 2265 c.c. consiste nel preservare la purezza della *causa societatis*, evitando che un socio possa essere escluso dagli utili o dalle perdite; ipotesi questa che contrasta con l'interesse generale alla corretta amministrazione della società, inducendo il socio a disinteressarsi della proficua gestione della stessa, avendo comunque assicurato il guadagno o restando esonerato da ogni possibile perdita»; la pronuncia è oggetto del commento di M.S. SPOLIDORO, *Opzione put e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite*, *ivi*, 1360 ss. Per un precedente di segno contrario, v. Trib. Milano, 13 settembre 2011, n. 10937, in *Società*, 2011, 1344-1345, secondo cui «il patto vietato dall'art. 2265 c.c. deve riguardare il rapporto tra società e i soci e non incide, dato il regime eccezionale delle limitazioni poste all'autonomia privata, sull'eventuale trasferimento delle partecipazioni, che rappresenta una fattispecie affatto diversa dalla situazione giuridica di titolarità del diritto agli utili di esercizio» e dunque «da predeterminazione del prezzo di riacquisto delle azioni da parte dei concedenti un'opzione di vendita rientra nella libera determinazione delle parti quale trasferimento di un bene mobile, e quindi nella normale alba contrattuale della compravendita legata al patto d'opzione, che non ricade nel divieto di cui all'art. 2265 c.c., volto solo ad evitare accordi endosocietari che alterino la ripartizione del rischio d'impresa, in modo assoluto e costante». Cfr., *amplius*, S. MASTURZI, *I finanziamenti cd. partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 477 ss., cui si rinvia per l'analisi dei criteri funzionali al giudizio di violazione del divieto; da ultimo, C. PRESCIANI, *Opzione di vendita delle partecipazioni sociali e divieto di patto leonino*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 1158-1164.

degli obblighi ai contraenti, non è certo perché questi debbano rispettarli come parti del contratto sociale, ma possano al tempo stesso contraddirli come terzi[...]»⁷⁶⁵.

Ma il motivo ulteriore per il quale una distinzione siffatta si incrina e, anzi, rischia di rivelarsi artificiosa, si rinviene nella circostanza per cui se, per un verso, non può smentirsi che l'unica vera differenza riconducibile alla collocazione della clausola antistallo nel patto parasociale ovvero in sede statutaria coincide con l'efficacia «reale» di quest'ultimo⁷⁶⁶ (e con la corrispondente opponibilità ai terzi delle clausole ivi incluse) e nella terzietà della società rispetto al patto parasociale, per altro verso, tale scissione di piani appare inconsistente e priva di validità alcuna ove le parti aderenti alla convenzione parasociale siano, in tesi, anche gli unici due soci della società⁷⁶⁷. Ne discende che, soprattutto quando omnilaterali, si dubita che l'inserimento della clausola nei patti parasociali possa legittimare l'operatività di un diverso criterio di valorizzazione della partecipazione oggetto di negoziazione, opzione che, peraltro, non avrebbe alcuna sicura base normativa. Per giunta, l'affermazione anche in tale ambito del principio di equa valorizzazione concorrerebbe ad attuare una valutazione oggettiva della partecipazione alienata, evitando che la possibilità che il prezzo della cessione non rifletta l'effettivo valore della partecipazione scoraggi il disinvestimento del socio in nome dell'interesse della società alla risoluzione dello stallo.

⁷⁶⁵ Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478 ss.; nonché in *Notariato*, 1995, 244, con nota di U. LA PORTA, *Patti parasociali e patto leonino*.

⁷⁶⁶ Per la portata del sintagma «efficacia reale» e per la sua contrapposizione alla formula «efficacia obbligatoria», v. G. DE NOVA, *Il carattere vincolante dei patti parasociali*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2014, I, 6 ss.; l'A. aderisce alle conclusioni cui è pervenuta Cass., 11 luglio 2013, n. 17200, in *Riv. dir. soc.*, 2013, II, 668 ss., che ha affermato la perdurante validità di un patto parasociale dopo la perdita della qualità di socio di alcuno di coloro che l'avevano concluso (in una controversia in cui si discuteva di un patto a favore della società del quale i soci stipulanti fuoriusciti dalla compagine nelle more del giudizio avevano chiesto l'adempimento).

⁷⁶⁷ Tale principio è stato affermato fin da tempi risalenti; si allude, per tutti, a G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, cit., 517 ss.

Una simile impostazione si rivela coerente con il crescente interesse⁷⁶⁸ per l'efficacia corporativa dei patti parasociali⁷⁶⁹ e si pone come logico sviluppo di quella reciproca dipendenza tra sociale e parasociale affermata dalla dottrina più attenta⁷⁷⁰; è proprio in tale solco che deve ribadirsi, da un lato, la necessità di una duplice valutazione, di liceità e meritevolezza in ordine alla pattuizione parasociale, ma, dall'altro, tale giudizio deve essere ulteriormente potenziato nella misura in cui si impone la necessità di operare «un controllo funzionale *forte e continuo* sugli assetti di interessi perseguiti *in concreto* anche nella fase *attuativa* delle convenzioni⁷⁷¹», condizionato dal collegamento negoziale tipicamente ricorrente tra patti parasociali e dinamica societaria⁷⁷².

2.4 Russian roulette e compatibilità con il divieto di patto leonino.

⁷⁶⁸ Il problema è stato affrontato già in passato dalla giurisprudenza arbitrale. Si allude al Lodo arbitrale, 7-12 giugno 2000 (G.B. Portale, Presidente, L.A. Bianchi e R. Sacchi, Arbitri), in *Giur. it.*, 2001, con nota di G. C(OTTINO); nonché al Lodo arbitrale, 29 marzo 2007 (G.B. Portale, Presidente, F. Benatti e R. Sacchi, Arbitri), in *Riv. dir. soc.*, 2007, 171 ss., commentato da A. TUCCI, *Trasferimento di quote di società a responsabilità limitata e patti parasociali*.

⁷⁶⁹ Per un'analisi della tenuta attuale del *Trennungsprinzip*, ovvero del principio di separatezza tra negozio sociale e accordo parasociale, si rinvia a G.B. PORTALE, *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, I, 5. Più in generale, v. M.C. MALAGUTI, *I limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Contr. e impr.*, 1990, 523 ss.; L. BUTTARO, voce *Sindacati azionari*, in *Nss. D.I.*, XVII, Torino, 1970, 428; P. DIVIZIA, *Circolazione della partecipazione sociale e limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Riv. not.*, 2012, spec. 618-620. Perplexità in ordine all'estensibilità della disciplina del «sociale» a una pattuizione parasociale stipulata tra tutti i soci provengono dallo studio di A. PIANTELLI, *La distinzione dei patti parasociali dai patti sociali nella società di capitali riformata*, cit., 795, il quale sostiene che il problema andrebbe circoscritto a quelle ipotesi marginali in cui il patto tra tutti i soci non sia stato stretto sul piano «sociale», pur potendo esserlo, per ragioni di riservatezza, oppure per ragioni di disciplina diverse da quelle connesse alla rilevanza reale/obbligatoria del patto.

⁷⁷⁰ G. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942, 85 ss., il quale già osservava che «una ripercussione reale [recte: corporativa] delle vicende del negozio accessorio sulla posizione delle parti nella società è in principio esclusa: una tale ripercussione può aversi solo in qualche ipotesi e precisamente in quanto tutti i soci siano al tempo stesso soggetti del rapporto accessorio». G. FAUCEGLIA, voce *Patti parasociali*, in *Enc. dir.*, V agg., Milano, 2001, spec. 834.

⁷⁷¹ Il rilievo si deve a P.M. SANFILIPPO, *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, cit., 1140, e, per ulteriori riferimenti, *ivi* nt. 22.

⁷⁷² In luogo di tanti, G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, cit., 523 ss.

La circostanza che il socio che si “aggiudichi” la *roulette* assuma il controllo totalitario della società, a condizione che proceda al versamento di un corrispettivo in denaro alla controparte, può generare interferenze con il divieto di patto leonino⁷⁷³ di cui all’art. 2265 c.c.⁷⁷⁴; la violazione della norma in esame è stata costantemente esclusa, nei provvedimenti ad oggi editi sul tema⁷⁷⁵. L’indagine sull’ eventuale carattere leonino della clausola muove proprio dalla considerazione sistematica che tale divieto⁷⁷⁶ assume nell’ordinamento societario⁷⁷⁷ e si pone in sintonia con la

⁷⁷³ La letteratura in argomento è sterminata. Senza pretesa di completezza bibliografica si rinvia a: A.M. LEOZAPPA, *Le partecipazioni a scopo di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 283 ss.; M. TORSELLO, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Contr. e impr.*, 2000, 896 ss.; F. TEDESCHI, *Sul divieto di patto leonino*, in *Nuova giur. civ.*, 1995, 1169 ss.; G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e divieto di patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, III, 771 ss.; E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corresponsività*, in *Quaderni di Banca borsa e tit. di cred.*, Milano, 2004, 84 ss.; A. GRAZIANI, *Patto leonino e contratto di garanzia*, in *Studi di diritto civile e commerciale*, Napoli, 1953, 488 ss. e, in precedenza, in *Giur. comp. dir. comm.*, VI, 1941, 120 ss.; L. LORDI, *Patto leonino: garanzie di soci che esonerano un altro socio dalle perdite*. Nota a Cass., 30 maggio 1941, in *Riv. dir. comm.*, 1942, 305 ss. («[il] patto leonino è vietato perché contrario all’essenza del contratto di società, perché distrugge quella specie di fratellanza che v’è fra soci», *ivi*, 308); N. GASPERONI, *Convenzioni di esonero dalle perdite e titoli azionari*, in *Dir. e prat. comm.*, 1940, 170; A. ARENA, *Patto leonino ed autonoma convenzione di esonero dalle perdite*, in *Foro it.*, 1940, I, 647; P. GRECO, *Garanzie di utili e retribuzione di apporti nel contratto di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, 138 ss., cui si rimanda per la genesi esopiana del divieto, la cui ambiguità è da ultimo sottolineata da K.M. HINGST, *Die Societas Leonina in der Europäischen Privatrechtsgeschichte*, Berlin, 2003, 219 ss.; A. SRAFFA, *Patto leonino e nullità del contratto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, 956 ss.

⁷⁷⁴ La norma riproduce, con locuzione più precisa, la sanzione di nullità che già durante la vigenza del codice di commercio (art. 1719 c.c. 1865) si accompagnava alle convenzioni di esclusione di un socio dagli utili e dalle perdite (*societas leonina*). cfr., anche per ulteriori riferimenti, N. PIAZZA, *Patto leonino*, in *Enc. dir.*, vol. XXXII, 1982, Milano, 526-527; U. NAVARRINI, *In tema di società leonina*, in *Riv. dir. comm.*, 1922, I, 602 ss.

⁷⁷⁵ In entrambe le pronunce si conviene sulla necessità - largamente condivisa in giurisprudenza - di un duplice vaglio, strutturale e funzionale, che prelude alla eventuale declaratoria nullità della clausola. Cfr. App. Milano, 17 settembre 2014, in *Società*, 2015, 555 ss., con commento di E. BONAVERA, *Partecipazioni a scopo di finanziamento tra patto leonino e patto commissorio*.

⁷⁷⁶ Per un simile approccio, si richiama un risalente precedente di legittimità secondo cui una pattuizione «è da considerare in frode alla legge perché in contrasto con il divieto di patto leonino, e pertanto nulla per il combinato disposto di cui agli artt. 1343, 1344 e 1418, comma 2, c.c., solo ove non sia dotata di una propria autonoma e differente ragion d’essere, rendendosi dunque necessaria un’indagine del giudice di merito su tale profilo». Così, Cass., 14 giugno 1939, n. 2029, in *Foro it.*, 1940, I, 94, in applicazione del previgente art. 1719 c. comm. (norma di tenore analogo all’attuale art. 2265 c.c.).

⁷⁷⁷ Che il divieto in questione abbia valenza generale e carattere imperativo, con riguardo a tutti i tipi di società, è tesi sostenuta da molti (sia in dottrina sia in giurisprudenza), cfr. per tutti O. CAGNASSO,

riacquistata centralità della norma, preconizzata già molti anni fa da chi affermava che il patto leonino «pareva un ramo secco del diritto, un archibugio arrugginito riposto definitivamente nei magazzini della storia giuridica. Ma da qualche tempo il ramo non è più secco, ha riacquisito vitalità⁷⁷⁸».

Che l'attivazione della *russian roulette* non sia strumentale ad attuare l'espropriazione delle azioni di cui è titolare la controparte lo si dimostra facendo leva sull'affermazione per cui la concreta modalità di funzionamento della clausola del *cowboy* non sembra idonea, in alcun modo ad attuare il risultato che tale norma intende impedire (ossia l'esclusione di uno o più soci «da ogni partecipazione agli utili o alle perdite»⁷⁷⁹, non realizzandosi alcuna frattura del nesso tra potere di gestione e rischio d'impresa⁷⁸⁰. A tal proposito, si accredita l'inconfigurabilità di un diverso regime di disciplina tra pattuizioni sociali e convenzioni parasociali in quanto

La società semplice, in *Trattato Sacco*, Torino, 1998, 113; R. SANTAGATA, *Il divieto del patto leonino*, in PREITE (diretto da), *Trattato società di persone*, Milano, 2015, t. I, 381; Cass., 22 giugno 1963, n. 1686, in *Giust. civ.*, 1963, I, 2040. La portata transtipica del divieto di cui all'art. 2265 c.c., che insieme all'art. 2247 c.c. concorre a definire il modello causale del contratto di società, è magistralmente spiegata da G. COTTINO - M. SARALE - R. WEIGMANN, *Società di persone e consorzi*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, III, Padova, 2004, 111 ss., ove si rileva: «[l]a contrarietà del patto leonino con la causa del contratto di società non è che l'estrema manifestazione della violazione di un criterio più generale e profondo, che è magnificamente sintetizzato nelle parole di Ulpiano: "Donationis causa societas recte non contrahitur". È dunque questa corrispondenza della *naturalis ratio* (parola che significa insieme calcolo e ragione) che ancor oggi permette agli interpreti di prescindere dalla collocazione del divieto del patto leonino all'interno della disciplina della società semplice e di farne un criterio generale per l'intero diritto delle società di ogni tipo».

⁷⁷⁸ L'immagine è di G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e divieto di patto leonino*, cit., 771. Al saggio si rimanda anche per la parte in cui l'Autore osserva che «non viola la normativa di divieto il patto di esclusione del socio dagli utili e/o dalle perdite, se sia esclusa del pari la sua partecipazione alla formazione della volontà sociale», siccome «esclusa la partecipazione del socio alla gestione della società (qui, pattiziamente), la sua deresponsabilizzazione non può nuocere», *ivi*, 779. Più di recente, A. GIAMPIERI, *Partecipazione azionaria temporanea, put a prezzo preconcordato del diritto di exit*, in *Contr. e impr.*, 2019, 297 ss.

⁷⁷⁹ G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, cit., 191, ove si rimarca l'esigenza di «rispetto della causa sociale, della causa di collaborazione tra i soci». L'Autore invoca il vizio della causa o la frode alla legge allorché la clausola parasociale sia «diretta a dare tra le parti del rapporto sociale un atteggiamento che la legge condanna con norma imperativa».

⁷⁸⁰ Si veda, in giurisprudenza, Trib. Cagliari, 3 aprile 2008, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 750 ss., con nota di R. SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*; nonché in *Riv. dir. comm.*, 2011, II, 100 ss., commentata da M. PAIARDINI, *Sui presupposti di configurabilità del divieto di patto leonino*.

la legge vieta l'esclusione di un socio dagli utili o dalle perdite a prescindere dal mezzo con il quale essa si realizza⁷⁸¹; la norma, in sostanza, intende scongiurare l'effetto leonino a prescindere da come questo si manifesti, dando rilievo non tanto all'attribuzione originaria e astratta del rischio di impresa, quanto al risultato sostanziale che le pattuizioni parasociali determinano⁷⁸². Indicazioni in tal senso provengono da quella tendenza ad inserire, in un'operazione di cessione scaglionata, frazionata, del controllo societario una eventuale clausola *put*, la quale in questo caso non urta contro il divieto di patto leonino, siccome non riguarderebbe la distribuzione delle perdite tra i soci, bensì la trasmissione di diritti sociali nel caso di un'uscita programmata dalla società che è propria di ogni cessione del controllo per *tranches*, in cui, appunto, il socio acquirente diviene titolare della partecipazione di controllo con gradualità e, comunque, solo in un momento successivo⁷⁸³. In operazioni siffatte⁷⁸⁴, il divieto di patto leonino verrebbe pressoché sterilizzato, fino al punto da avere indotto parte della dottrina italiana a concludere per l'ammissibilità di questi «impegni di acquisto, inseriti in normali contratti di cessione di titoli azionari e finalizzati a permettere di scaglionare nel tempo l'acquisizione di un

⁷⁸¹ Di tale avviso, N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994, 142; si veda anche parere *pro veritate* di G. SBISA, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1987, spec. 824-826.

⁷⁸² Tesi condivisa da M. TORSELLO, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale*, cit., 911.

⁷⁸³ Significativo è il noto precedente *Bowater*, controversia decisa in Francia da Cass. Comm. 20 mai 1986, in *BJS*, 1986, §169, 618 ss.; nonché Cour de Cassation, 5 novembre 1998, in *Revue pratique des sociétés*, 1999, 79 ss., annotata da M. DUPLAT, alle cui osservazioni si rinvia anche per la definizione dell'ambito di operatività dell'art. 1855, comma 2, code civil e i cenni all'eterogeneità delle clausole leonine sulle quali le corti francesi sono state chiamate a pronunciarsi. In dottrina, F.X. LUCAS, *Promesses d'achat de droits sociaux à prix garantis et prohibition des clauses léonines. À la recherche de la coherence perdue...*, in *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, vol. 5, 2000, 171 ss.

⁷⁸⁴ Imprescindibile è il riferimento alle indicazioni di principio e al vero e proprio mutamento di paradigma che si desumono dai lavori di E. GABRIELLI, *L'operazione economica nella teoria del contratto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2009, 905; ID., *Il «contratto frazionato» e l'unità dell'operazione economica*, in *Giust. civ.*, 2008, I, 738; ID., *Il contratto e le sue classificazioni*, in *Tratt. dei contratti*², I contratti in generale, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, E. Gabrielli (a cura di), I, Torino, 2006, 43; ID., *Il contratto e l'operazione economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 93. Si tratta di riflessioni ora confluite nel volume dell'A. "Operazione economica" e teoria del contratto. *Studi*, Milano, 2013.

determinato pacchetto di controllo⁷⁸⁵», i quali non riguarderebbero la misura della sopportazione delle perdite da parte del socio e sarebbero dunque al di fuori del campo di applicazione della norma di cui all'art. 2265 c.c.

Dunque, la affermata compatibilità della clausola non sconfessa l'intento del legislatore che è «nel senso che la partecipazione sociale e la partecipazione alle perdite costituiscono un tutto inseparabile⁷⁸⁶» e si fonda su una ricostruzione causale del divieto in discorso⁷⁸⁷, declinato in termini sostanzialistici⁷⁸⁸; anche sotto questo aspetto viene in rilievo la prevalenza della causa concreta⁷⁸⁹ del negozio e il relativo

⁷⁸⁵ N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, cit., 70; dello stesso avviso G. SBISA, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, 819.

⁷⁸⁶ Così, già E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, cit., 139.

⁷⁸⁷ E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corresponsività*, cit., 76, il quale sostiene che la norma: «quanto al divieto di esclusione dagli utili, non fa altro che confermare la causa societaria (...); e quanto al divieto di esclusione dalle perdite, non fa altro che confermare il generale principio di indisponibilità delle prerogative altrui e, segnatamente, le precise regole circa la strutturale postergazione delle ragioni dei soci rispetto a quelle dei creditori», con la conseguenza che «il divieto di patto leonino si rivela (...) norma meramente dichiarativa/esplicativa di *rationes* che, nell'attuale sistema normativo, appaiono *aliunde* desumibili».

⁷⁸⁸ Punto di emersione di tale impostazione è la già richiamata Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, (nt. 84), resa nella nota vicenda “Friulia S.p.a. c. Laminatoio di Buttrio”, secondo cui «il divieto di esclusione dalla partecipazione agli utili o alle perdite deve essere riguardato in senso sostanziale, e non formale, per cui esso sussiste anche quando le condizioni della partecipazione agli utili o alle perdite siano, nella previsione originaria delle parti, di realizzo impossibile, e nella concretezza determinino una effettiva esclusione totale da dette partecipazioni». La pronuncia menzionata si segnala oltre per aver chiarito che, in materia di pattuizioni extrasociali, il giudizio in ordine al carattere leonino della pattuizione dovrebbe essere incentrato sulla prova della volontà delle parti, *ex* art. 1344 c.c., di eludere il divieto, anche per aver richiamato come ipotesi sintomatica dell'interesse al buon andamento dell'ente tutelato dall'art. 2265 c.c., la figura della costituzione in pegno delle azioni *ex* art. 2352 c.c., in particolare, del pegno di azioni a garanzia di un credito di cui sia stata destinataria la stessa società ove «la funzione di controllo dell'andamento sociale attraverso l'esercizio di voto è espressione dell'interesse del creditore al buon andamento della società ed alla esplicazione di attività societaria per il suo conseguimento, quantomeno ai fini soddisfattori delle sue ragioni creditorie».

⁷⁸⁹ In tema di valorizzazione della causa concreta, si richiama Trib. Milano, 3 ottobre 2013, n. 12213, in *Notariato*, 2014, 51 ss. ove, rispetto alle ipotesi di patti parasociali di *put and call*, attuativi dell'*exit* del socio a condizioni preconcordate nei modi e nei tempi, precisa che occorre accertare nel merito «non solo se essi siano idonei ad escludere un socio dalla partecipazioni alle perdite in modo assoluto e costante», ma anche se detta esclusione «costituisca (in sé) la funzione essenziale» di questi patti,

sindacato di meritevolezza⁷⁹⁰: come noto, l'art. 2265 c.c. individua quale barriera invalicabile all'autonomia statutaria⁷⁹¹ (traslata anche sul piano parasociale) non un erroneo equilibrio tra poteri patrimoniali e amministrativi (art. 2263 c.c.) e men che non si dica una regolamentazione della ripartizione fra rischi e utili difforme dalla quota conferita, bensì una totale e costante esclusione⁷⁹² del socio dagli utili e dalle perdite⁷⁹³. Tale verifica, da condursi in concreto⁷⁹⁴, presuppone che «nella proibizione del patto leonino va[da] dunque fatta ricadere ogni convenzione che fissi ad un livello così alto (o ancori a condizioni così onerose) il limite oltre il quale sorge il diritto agli utili o così basso il limite sotto il quale si risponde delle perdite, da rendere praticamente evanescente la partecipazione⁷⁹⁵». Impostazione che a maggior ragione deve essere condivisa⁷⁹⁶ in relazione alle clausole di divorzio generalmente

ovvero assolvano ad «una funzione autonomamente meritevole di tutela, onde non contrastino con la *ratio* della norma di cui all'art. 2265 c.c.».

⁷⁹⁰ Trib. Milano, 6 agosto 2015, in *Giur. it.*, 2016, 636 ss., con nota di A. MONTEVERDE, *Opzione put: ovvero degli incerti confini del patto leonino*. Al procedimento sincronico di valutazione della causa e della meritevolezza della pattuizione sospettata di carattere leonino allude L. RENNA, *Put option e divieto di patto leonino: tra meritevolezza degli interessi ed interpretazione evolutiva della norma*, in *Corr. giur.*, 2019, 250.

⁷⁹¹ Sul punto, si rinvia alla approfondita analisi di M.S. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285-1286.

⁷⁹² In giurisprudenza, per un'analisi dei criteri di assolutezza e costanza della esclusione del socio dalle perdite, si veda Trib. Milano, 18 ottobre 2017, in *Società*, 2018, 291 ss., con nota di G. PENZO, *Opzione put e violazione del divieto di patto leonino: nuovi spunti sul requisito di assolutezza*.

⁷⁹³ Per una rivalutazione della funzione “tipologica” ed organizzativa del divieto del patto leonino, si rimanda allo studio di R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili” (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, 548 ss.; l'Autore richiama alla necessità di una valutazione di meritevolezza della pattuizione che non sia «non incondizionatamente permissiva», *ivi*, 602.

⁷⁹⁴ Impostazione casistica rimarcata già in tempi risalenti da A. DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale* (1944-1945), 1. *Imprenditori-società*, Città di Castello, 1945, 159, il quale osserva che «[...] il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite [...] non esiste mai in pratica in questa forma cruda. O meglio, non esiste il patto di esclusione completa dagli utili — esiste quello di esclusione dalle perdite, in specie a favore del socio di industria»

⁷⁹⁵ N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, *cit.*, 54.

⁷⁹⁶ Come emerge anche dalla scelta di altri ordinamenti, se si eccettua quello olandese, di attribuire al divieto di patto leonino natura trasversale ai diversi tipi societari. Tale scelta è da ultimo confermata anche nel neoriformato ordinamento societario belga ove, benché si circoscriva il divieto alla partecipazione esclusiva degli utili (reputandosi invece ammissibili clausole leonine per quanto concerne le perdite), si riproduce la medesima previsione nella disciplina di ciascun tipo societario. In argomento, cfr. Y. DE CORDT, *La réforme du droit belge des sociétés*, in *Revue des sociétés*, 2019, 435 ss.

considerate giacché, seppur in alcuni casi potrebbe emergere che il socio sia esente dai risultati e dalle perdite, «si tratterebbe, tuttavia, di un'eventualità verificabile solo *a posteriori*: ragion per cui il socio, per il periodo in cui conserva la partecipazione sociale, rimane soggetto alle alce d'impresa⁷⁹⁷».

Per quanto qui interessa, l'attivazione della procedura antistallo è vincolata al verificarsi di determinati eventi (dedotti analiticamente nella clausola, es. incapacità decisionale della società, scadenza del patto parasociale): pertanto, finché la società resta operativa – e quindi partecipata pariteticamente – ciascun socio consegue gli utili o subisce le perdite di valore della partecipazione secondo le regole ordinarie⁷⁹⁸; da ciò discende che tale convenzione extrasociale atipica dovrà essere di volta in volta sottoposta ad un'indagine casistica che confermi o smentisca la sua idoneità a realizzare autonomi interessi meritevoli di tutela (art. 1322, comma 2, c.c.)⁷⁹⁹, con ciò enfatizzando la sostanza economica dell'operazione⁸⁰⁰ e la delimitazione

Per una approfondita disamina comparatistica fondata sulla bipartizione tra ordinamenti che prevedono il patto leonino e ordinamenti in cui invece il divieto non è sancito, v. GIUL. TERRANOVA, *Il divieto del patto leonino: un'analisi comparata alla luce della recente riforma del diritto belga*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 811 ss.; per i riferimenti alla dottrina tedesca in tema di controllo di meritevolezza delle pattuizioni leonine, v. H. FLEISCHER, *Gewinn- und stimmrechtslose Personengesellschafts- und GmbH-Geschaftsanteile*, in *Festschrift für Johannes Köndgen zum 70. Geburtstag*, Köln 2016, 211 ss.

⁷⁹⁷ N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., 67.

⁷⁹⁸ «Non si tratterebbe, dunque di una regolamentazione “antisociale” del “rapporto fra soci”, bensì, più semplicemente, di una disciplina delle situazioni di cui un soggetto è titolare – ancorché in virtù della sua posizione di parte del rapporto sociale – in una logica di scambio», così A. TUCCI, *Patto di riacquisto di azioni “a prezzo garantito” e patto leonino*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 237.

⁷⁹⁹ Si mira ad impedire che il patto parasociale possa essere impiegato in modo distorto quale strumento di immunità finalizzato a coprire condotte illegittime dei contraenti e perpetrare una frode alla legge. Tale tesi è avallata fin da tempi risalenti, cfr. A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, cit., 71; U. MORELLO, *Frode alla legge*, Milano, 1969, 308; in giurisprudenza, v. Cass., 16 novembre 1957, n. 3741, «il contratto in frode alla legge è viziato a cagione di una consapevole divergenza fra la sua causa tipica e la determinazione causale delle parti, tale da rilevare la fraudolenza dell'interesse che, in concreto, ha determinato la sua conclusione, come mezzo per eludere la disposizione di una norma imperativa». Di nuovo sodalizio tra patto leonino e interessi meritevoli di tutela discorre E. MAZZOLETTI, *Ancora sulla validità della put option con prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino*, in *Notariato*, 2018, 643.

⁸⁰⁰ Nell'ipotesi di patto leonino statutario o parasociale che venga in rilievo in società di capitali sembra opportuno un rovesciamento di prospettiva, da soggettiva (socio) ad oggettiva (partecipazioni); si veda, per tale opzione ricostruttiva, E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, cit., 24.

dell'incidenza della pattuizione leonina non già sulla funzione obiettiva del contratto sociale⁸⁰¹ quanto sulla «causa» della partecipazione sociale cui si riferisce⁸⁰².

A ciò deve aggiungersi che l'esclusione del carattere leonino della clausola è fondata anche sul nuovo corso della giurisprudenza di legittimità all'indomani della presa di posizione della Suprema Corte in tema di opzioni *put* a prezzo definito⁸⁰³, tradizionalmente ritenute nulle per violazione dell'art. 2265 c.c., norma la cui natura transtipica non pare più revocabile in dubbio⁸⁰⁴.

Infatti, al di là della collocazione extrasociale della clausola antistallo⁸⁰⁵, la pronuncia ora richiamata ha ridefinito il perimetro applicativo del divieto di patto leonino,

⁸⁰¹ Di «norma legata alla causa del contratto di società» discorre F. GALGANO, *Le clausole generali fra diritto comune e diritto societario*, in G. MERUZZI – G. TANTINI (a cura di), *Le clausole generali nel diritto societario*, in *Trattato Galgano*, Padova, 2011, 8 ss.

⁸⁰² Così R. SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*, cit., 755.

⁸⁰³ Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 81 ss., con nota di N. DE LUCA, *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, nonché in *Giur. comm.*, 2019, II, 285 ss., annotata da M.L. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*. Secondo tale pronuncia, oggetto di plurimi commenti, «è lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di società azionaria, con il quale l'uno, in occasione del finanziamento partecipativo così operato, si obblighi a manlevare l'altro delle eventuali conseguenze negative del conferimento effettuato in società, mediante l'attribuzione del diritto di vendita (c.d. put) entro un termine dato ed il corrispondente obbligo di acquisto della partecipazione sociale ad un prezzo predeterminato, pari a quello dell'acquisto, pur con l'aggiunta di interessi sull'importo dovuto e del rimborso dei versamenti operati nelle more in favore della società».

⁸⁰⁴ Per tutti, v. G.L. NIGRO, *Commento sub art. 2265 c.c.*, in *Commentario Gabrielli*, 232; R. TETI, *Il rapporto partecipativo tra passato e presente: riflessioni a margine di un libro recente*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 1150. Da ultimo, Trib. Milano, sez. impr., 27 marzo 2020, che ribadisce come l'art. 2265 c.c. costituisca un esempio di norma transtipica, che, pur topograficamente collocata nella disciplina delle società di persone, riveste portata generale ed è applicabile anche alle società di capitali. La decisione è pubblicata in *Giur. it.*, 2020, 1412 ss., con nota di M.L. PASSADOR, *Sulla natura transtipica del divieto di patto leonino*.

⁸⁰⁵ Tra i precedenti di merito più significativi, v. Trib. Milano, 4 ottobre 2013, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*, ove si precisa che «è indifferente che il patto leonino sia previsto nello statuto della società o in un patto parasociale, ma è necessario che sia stabilito tra i soci di una società, mentre sono irrilevanti i patti tra soci e terzi aventi ad oggetto la vendita della partecipazione. Ciò per l'ovvio motivo che, rispetto alla ratio del divieto, non conta solo l'esonero totale e costante dalle perdite (o dagli utili), ma il fatto speculare che esse, per effetto del patto, siano sopportate (o gli utili percepiti) dagli altri soci per la quota del socio-leone. Viceversa, l'accordo con il terzo non esonera in modo costante il socio stipulante dalla partecipazione alle perdite (né gli preclude la percezione degli utili) né le ribalta sugli altri soci. Semmai, qualora l'accordo con il terzo preveda la cessione ad una certa data ed a prezzo determinato si avrà un contratto connotato da un certo grado di aleatorietà o da una funzione di garanzia, ma che rientra certamente in schemi noti e meritevoli di tutela»; v.

ammettendo che l'esclusione assoluta e costante dagli utili o dalle perdite⁸⁰⁶, per integrare una violazione dell'art. 2265 c.c., deve arrivare ad alterare la *causa societatis* fino a rivelarsi incompatibile con stessa, riverberandosi sullo *status* di socio; detto altrimenti, perché si incorra nella nullità del patto, la clausola di esonero dovrà dar luogo in concreto ad una variazione del legame partecipativo del socio con la società, che da associativo dovrà irrimediabilmente mutare in rapporto di puro scambio⁸⁰⁷. D'altro canto, vale la pena precisare che quand'anche la clausola antistallo contenga un temperamento tale da predeterminare la quantificazione del valore della partecipazione alienata o nel suo esatto importo o attraverso l'indicazione di criteri vincolanti, l'imprevedibilità del momento in cui la paralisi si verifica sarebbe tale da escludere il contrasto con il divieto di patto leonino⁸⁰⁸.

2.5 L'ipotizzabilità di una "statutizzazione" delle dissolution provisions.

Deve allora convenirsi che non può ravvisarsi all'interno del diritto societario alcuna norma imperativa che vieti o sanzioni una clausola antistallo del tipo della *roulette russa*, e ciò anche nel caso in cui la parte titolare del potere di determinare il prezzo

pure App. Milano, 20 ottobre 2014, n. 3674, in *Contratti*, 2015, 999 ss., con nota di C. PALOMBA, *Opzione put e patto parasociale leonino: profili ermeneutici*. L'interpretazione di tali criteri si rivela decisiva perché, come osservato nella *dissenting opinion* di Giorgianni (Lodo arbitrale, 7 aprile 2000, in *Contr. e impr.*, 2000, I, 983 ss.), una rigorosa applicazione dei parametri di assolutezza e costanza può prestare il fianco a rischi di aggiramento del divieto, siccome legittimerebbe la partecipazione a società con esclusione dalla partecipazione alle perdite per un tempo determinato, rimettendo ad una mera scelta futura del socio il protrarsi o meno della partecipazione in società assumendo il rischio d'impresa fisiologico.

⁸⁰⁶ Per la tesi contraria all'estensione del divieto nelle società di capitali, si rimanda alle argomentazioni di M.S. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, cit., 1311-1313.

⁸⁰⁷ Utili indicazioni in tal senso provengono, da ultimo, dalla massima n. 189 del 16 giugno 2020 del Consiglio notarile di Milano (Clausole che pongono un «tetto massimo» al diritto agli utili); in dottrina, v. C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., 146 e 159 ss.

⁸⁰⁸ Al più, nell'evenienza in cui uno dei due soci paritetici crei ad arte le condizioni dello stallo avvalendosi della clausola per espropriare la controparte della partecipazione, l'utilizzo distorto della *russian roulette*, ove adeguatamente dimostrato, potrà essere posto alla base di un'azione risarcitoria, ma non certo di una declaratoria di nullità della pattuizione per violazione dell'art. 2265 c.c.

non sia soggetta ad alcun criterio obiettivo da seguire, con il solo limite che la clausola non porti necessariamente ad una determinazione iniqua.

La possibilità di inserire una clausola di *roulette russa* nello statuto anziché in una convenzione parasociale sembra pienamente ammissibile e, per molti versi, auspicabile; tuttavia, la prassi societaria e la tendenza verso una sempre più significativa «statutarizzazione» degli accordi tra soci⁸⁰⁹ recano con sé l'opportunità di sondare, sia pure a livello di ipotesi, se la soluzione prospettata confermi o meno la sua tenuta in ambito statutario, pur con le singolari implicazioni di ciascuna variante redazionale per la quale si opti. Della piena operatività del principio di equa valorizzazione in tutti quei casi in cui uno o più soci subiscano la dismissione forzata della relativa partecipazione in forza di una clausola contenuta nello statuto, ovvero in un patto parasociale omnilaterale, si è già detto; deve allora valutarsi se all'utilità di creare una via d'uscita certa all'investimento azionario al verificarsi di determinate condizioni possano accompagnarsi altri accorgimenti che si sommerebbero alla tutela legale riconosciuta dall'art. 2437-*sexies* c.c.

In un'ottica cautelativa, potrebbe vagliarsi l'opportunità di introdurre non tanto clausole di arbitraggio sul prezzo quanto clausole di pentimento (*piggy back*); queste ultime, la cui utilità sembra incrementata se inserite nello statuto e, in quanto tali, munite di efficacia reale, sortirebbero anche un effetto deterrente ove contenessero una predeterminazione in via pattizia dell'ammontare del danno eventualmente subito in caso di inadempimento⁸¹⁰. Alla finalità dissuasiva di tali ulteriori cautele, che frenerebbero possibili tentativi di approfittamento o iniziative abusive da parte del *socius ludens*, si abbina anche quella di una maggiore controllabilità degli esiti del meccanismo che verrebbe così ottenuta già a monte e anzi asseconderebbe una logica di prevenzione della situazione di conflitto.

⁸⁰⁹ Da ultimo, si veda la monografia di L. SAMBUCCI, *Patti parasociali e fatti sociali*, Milano, 2018, 190 ss., cui si rinvia anche per gli accenni alle conseguenze reputazionali connesse alla violazione del patto (*ivi*, 140-141).

⁸¹⁰ Cfr. L.G. PICONE, *Contratti di acquisto di partecipazioni azionarie, cit.*, 154-155. Più in generale, F.P. PATTI, *La determinazione convenzionale del danno*, Napoli, 2015, spec. 187 ss.

Tale ipotesi appare coerente con il «pieno carattere atipico sul piano della finalità societaria» della clausola in esame la quale mira ad attuare un riassetto delle partecipazioni in senso diverso rispetto a quello esistente al momento del verificarsi dello stallo⁸¹¹, senza trascurare l'esigenza di evitare il rischio di deprezzamento che già normalmente si accompagna all'esito liquidatorio ove lo stallo non venga risolto (la stessa situazione di stallo già determina di per sé una svalutazione della partecipazione paritetica la cui stabilità del valore è legata ad una situazione di sostanziale unanimità); ne uscirebbe infatti rafforzata la funzione propria della *russian roulette* di risoluzione dello stallo in un momento antecedente alla irrimediabile compromissione del valore della società (e, di riflesso, delle stesse partecipazioni), obiettivo che l'acquisizione del controllo – solitamente totalitario - da parte del socio oblato o del primo offerente tende ad assicurare.

D'altro canto, deve considerarsi anche l'eventualità - di cui non vi è traccia né nei provvedimenti finora editi né nella letteratura in argomento, se si esclude la variante della clausola di c.d. sparigliamento⁸¹² - di quali siano i rimedi esperibili ove una delle parti coinvolte, all'esito del duello, decida di non cooperare per condurre a compimento le procedure esaminate (es. mancato perfezionamento del trasferimento del pacchetto azionario) e, in particolare, se possa o meno ammettersi l'esercizio di un'azione di esatto adempimento⁸¹³, a tacere delle conseguenze che l'attivazione della clausola determinerebbe sui rapporti collegati alla partecipazione.

⁸¹¹ Così P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*, *cit.*, 450. L'A. rileva opportunamente che «l'oblato di una *russian roulette* statutaria (ove mai inserita) si troverebbe in una posizione di libertà che lo assimila sicuramente alla posizione del socio di minoranza munito di diritto di *tag along*», *ivi*, 455

⁸¹² Questa è «finalizzata a rafforzare - in ragione del carattere fortemente punitivo - l'obbligazione di acquisto della partecipazione interessata dalla clausola *russian roulette*. In tale caso, di fronte ad un inadempimento all'acquisto della partecipazione sindacata, all'altra parte è riconosciuto espressamente il diritto di acquistare dalla parte inadempiente, che sarà irrevocabilmente obbligata a vendere, una porzione della partecipazione di quest'ultima tale da consentire alla prima di raggiungere una soglia percentuale di capitale sociale sufficiente a garantirle il controllo assembleare *ex art.* 2359 c.c.; il prezzo del trasferimento di tale porzione viene *ex ante* stabilito in misura pari al valore nominale delle azioni oggetto della compravendita». Cfr. P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*, *cit.*, 450, nt. 6.

⁸¹³ Si consideri, peraltro, che nessun meccanismo di dissoluzione contrattuale è privo di rischi o complicazioni, come ampiamente testimoniato nello studio di J. HAYDEN-J. SULLIVAN, *Beginning with*

La valenza prettamente organizzativa delle *buy-sell provisions* e l'obiettivo di stabilizzazione dell'ente che le caratterizza suggeriscono, una volta che se ne affermi la validità, un costante monitoraggio successivo sulle modalità di esercizio dei diritti attribuiti dalla clausola⁸¹⁴; ciò tanto più vale in occasione di operazioni economiche complesse o di contratti volti a regolamentare l'acquisizione di partecipazioni sociali di controllo. Proprio questo sarebbe il terreno elettivo sul quale misurare la tenuta di previsioni in grado di circoscrivere al massimo le ipotesi di caducazione del vincolo contrattuale, idonee a conferire certezza al regolamento negoziale attraverso l'indicazione delle uniche conseguenze applicabili alla singola vicenda contrattuale e la gestione endocontrattuale di eventuali sopravvenienze. Il paradigma di riferimento potrebbe essere quello della clausola di c.d. *exclusive remedy*⁸¹⁵: la vulnerabilità⁸¹⁶ delle parti coinvolte sarebbe controbilanciata dall'attribuzione alle stesse della possibilità di selezionare i meccanismi di tutela più adatti ai propri interessi e alla propria posizione economica, senza che nulla vieti loro di stabilirne la preventiva esclusione, purché nella formulazione di tali patti non vengano disattesi i principi di buona fede, ragionevolezza e proporzionalità.

the End in Mind: Exit Mechanisms in Joint Venture Agreements, in *cdn.ymanv.com*; v. anche M.A. DE FRUTOS-T. KITSTEINER, *Efficient partnership dissolution under buy-sell clauses*, *cit.*, 184 ss.

⁸¹⁴ Per tale approccio, v. S. MAZZAMUTO, *Clausola di russian roulette*, in M. CONFORTINI (a cura di), *Clausole negoziali. Profili teorici e applicativi di clausole negoziali tipiche e atipiche*, vol. II, Milano, 2019, 1216-1217, cui si rinvia anche per spunti di comparazione con l'esperienza tedesca. In Germania, non vi sono consensi unanimi nel senso della validità della pattuizione; tuttavia, come emerge dalla pronuncia dell'OLG di Norimberga del 20 dicembre 2013, in *NZG*, 2014, 222 ss., che si esprime in termini di *grundsätzliche Wirksamkeit*, si fa strada una soluzione ispirata a una maggiore prudenza nella misura in cui la valutazione di validità o meno della clausola non può essere declinata in termini di assolutezza ma deve essere calibrata a seconda del diverso contesto economico in cui essa viene ad inserirsi. Da ciò consegue che, esclusa la radicale nullità delle clausole in esame per contrasto con il §138 BGB e sostenuta la necessità di un controllo sul contenuto delle stesse, la legittimità del congegno negoziale potrà ammettersi solo a condizione che la negoziazione non risulti squilibrata e sia immune da profili di approfittamento di una parte a danno dell'altra. Su posizioni simili si attesta anche una pronuncia dell'OLG di Vienna, 20 aprile 2009, 28 R 53/09h, il cui testo è disponibile al link <<http://www.gmbhrecht.at/gmbh-anteile/dead-lock-gesellschaftsvertrag/>>.

⁸¹⁵ Per tutti, v. E. GABRIELLI, *Autonomia privata ed esclusione dei rimedi contrattuali. (Brevi spunti di riflessione sulla clausola di exclusive remedy)*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 219-221.

⁸¹⁶ F.H. O'NEAL – R.B. THOMPSON, *Close Corporation: Law and Practice*, Chicago, 1958, citato in M.A. UTSET, *A Theory Of Self-Control Problems And Incomplete Contracting: The Case Of Shareholder Contracts*, 2003, in *Utah L. Rev.*, 2003, I, 1338-1342.

La disponibilità dei rimedi, specie in operazioni economiche complesse, non andrà ad incidere sulla causa del contratto ma si limiterà a modularne i concreti effetti negoziali in base agli eventi dedotti nella pattuizione e agli effetti correlati. Si tratterebbe, in ogni caso, di operazione ermeneutica volta a ricostruire il significato delle clausole negoziali⁸¹⁷, che integrerebbe un fattore condizionante la prevedibilità delle decisioni. Soprattutto nell'eventualità in cui una clausola di *russian roulette* sia inserita nello statuto, nel rispetto delle condizioni sopra descritte, appare utile inserire una regola di interpretazione «autentica» – di «protezione letterale⁸¹⁸» - che si conformi al criterio di buona fede e, al contempo, escluda la rilevanza di eventuali elementi riferibili alla volontà storica dei soci o, comunque, a dati extrastatutari. Una simile soluzione, del resto, andrebbe incoraggiata proprio rispetto a quelle pattuizioni elaborate negli ordinamenti di *common law*: essa, per un verso, avrebbe il

⁸¹⁷ Cass., 14 marzo 2016 n. 4967, in *Società*, 2016, 683 ss. con nota di N. DE LUCA-A. NAPOLITANO, *Maggioranze rafforzate e principio di "autoprotezione". Note sull'interpretazione degli statuti secondo comune intenzione e buona fede*; per ulteriori riferimenti bibliografici, v. E. PEDERZINI, *Variazioni sul tema di modifica delle "clausole di salvaguardia" e interpretazione degli statuti di società*, in *Giur. comm.* 2017, II, 523 ss.; C. ANGELICI, *Appunti sull'interpretazione degli statuti di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.* 1993, 797ss.; ID., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, I, 2004, 155 ss.; C. IBBA, *L'interpretazione degli statuti societari fra criteri oggettivi e criteri soggettivi*, in *Riv. dir. civ.* 1995, I, 537; U. TOMBARI, *L'interpretazione degli statuti di società. Profili di ermeneutica giuridica*, in *Diritto Privato 2001-2002*, Padova, 477 ss.

⁸¹⁸ Secondo la felice espressione di E. CAPOBIANCO, *L'interpretazione*, in *Trattato Roppo*, Milano, 2006, II, 299. Una siffatta previsione asseconderebbe le istanze di chiarezza immanenti al codice semantico del mercato nel quale la società opera: cfr. A. PARISELLA, *Osservazioni sparse sull'interpretazione degli statuti societari, sul regime transitorio del nuovo diritto delle società di capitali e sul diritto di intervento in assemblea secondo il novellato art. 2370 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 145 ss., il quale afferma che «l'intrinseca rilevanza organizzativa del fenomeno societario comporta, indubbiamente, la necessità di adottare una prospettiva la quale, impedendo di ricostruire le dinamiche che in esso si inseriscono nei classici termini individualistici del soggetto e dei suoi diritti, richiede una valutazione in termini oggettivi: si ha l'impressione, in definitiva, che se l'origine prettamente negoziale della società non può essere tralasciato, la naturale destinazione al mercato (e, quindi, alle sue esigenze di trasparenza e di negoziazione dei valori in esso presenti) della struttura societaria impone che il suo funzionamento e la sua organizzazione interna siano chiaramente intelligibili, anche e soprattutto dai terzi, sulla base di un "codice" di lettura e di interpretazione metaindividuale, fondamentalmente oggettivo».

pregio di valorizzare la controllabilità⁸¹⁹ degli esiti giudiziari, tutelando le aspettative dei terzi e del mercato e, per altro verso, si porrebbe come garanzia interna degli organi sociali, soprattutto in contesti la cui disciplina interpretativa è incerta (es. clausole sulla circolazione delle partecipazioni, perimetro dell'oggetto sociale, maggioranze assembleari)⁸²⁰.

Da ciò emerge che l'elasticità del meccanismo che il controllo di meritevolezza assicura⁸²¹ deve però fare i conti con la necessità di sondare la praticabilità di un trapianto di una *dissolution provision* in un contesto negoziale che non coincide con quello in cui è stata originariamente enucleata⁸²², circostanza da valutare perché non sempre la mera riproduzione di una formula si rivela una scelta adeguata. Ma anche le formule hanno il loro valore perché sono la veste dei concetti e bisogna badare a costruirle in modo che chiariscano anziché confondere le idee⁸²³.

3. Squeeze-out statutario: ricostruzione normativa, presupposti e conformazione della proprietà azionaria.

⁸¹⁹ Esigenze assurte al rango di vera e propria *commodity* in ambito anglo-americano, cfr. C. MARCHETTI, *L'interpretazione degli statuti societari: la giurisprudenza italiana nel quadro del diritto comparato*, in *Riv. soc.*, 2016, 853.

⁸²⁰ Finalità, queste, evidenziate nella massima n. 71 del 2018 del Consiglio Notarile di Firenze, cui si rinvia anche per una proposta di formulazione della clausola in discorso. Per un'analisi delle implicazioni connesse a tale orientamento, cfr. AA.VV., *Canoni interpretativi degli statuti societari e previsioni statutarie al riguardo*, in *Riv. not.*, 2018, 681 ss.

⁸²¹ Si veda, al riguardo, P.M. SANFILIPPO, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, cit., 172, ad avviso del quale «nella materia societaria, restringere il controllo delle clausole statutarie al mero rispetto di regole imperative o di ordine pubblico finirebbe per condurre a soluzioni insoddisfacenti, perché vincolate ad una tecnica applicativa priva della necessaria “elasticità” rispetto alla complessità degli interessi in gioco nelle singole fattispecie. Basti riflettere, infatti, come anche ove si negasse all'istanza di conservazione dell'ente la natura di principio di ordine pubblico — altrimenti apparendo evidente il rischio di comprimere ambiti di autonomia degli statuti ancorché utili per l'accrescimento dell'efficienza dinamica del sistema — non sarebbe poi fugato il rischio di ingenerare assetti parimenti inefficienti, qualora si riconoscesse ai soci una piena disponibilità regolamentare di ogni profilo che coinvolga quell'istanza di conservazione».

⁸²² Invitava ad un prudente *legal transplant* già U. DRAETTA, *Un esempio di russian roulette clause per la soluzione di dead-locks*, cit., 178-179; H.S. SPAMANN, *Contemporary legal transplants: legal families and the diffusion of (corporate) law*, in *Brigham young university law review*, 2009, 1813.

⁸²³ Il monito è di F. CARNELUTTI, *Occhio ai concetti*, cit., 452; ID, *Diritto e parola*, in *Riv. dir. civ.*, 1962, 326, ove si afferma una «cosa ovvia, anzi banale [...]»: la macchina del diritto è fatta di parole».

Per la contiguità strutturale alla *russian roulette clause*, l'indagine delle fattispecie selezionate di acquisto potestativo deve chiudersi con l'analisi dello *squeeze-out* statutario che, sia per la sua controversa ammissibilità, sia per la dirompenza degli effetti sulla titolarità della partecipazione⁸²⁴, rappresenta il momento di più significativa rottura, almeno *prima facie*, tra le logiche proprietarie e le dinamiche negoziali nella cornice delle società azionarie. La dottrina statunitense è solita così definire lo *squeeze-out* (o, con termine equivalente, *freeze-out*⁸²⁵): «*by the term squeeze-out is meant the use by some of the owners or participants in a business enterprise of strategic position, inside information, or powers of control, or the utilization of some legal device or technique, to eliminate from the enterprise one or more of its owners or participants*»⁸²⁶.

Il moltiplicarsi di forme più o meno larvate di *squeeze-out*⁸²⁷, da ricondursi nell'alveo dei fenomeni circolatori eterodeterminati⁸²⁸, impone di sgombrare il campo dalle argomentazioni che sono state svolte in ordine alla validità della clausola di co-vendita, fatta discendere, tra l'altro, dall'assenza di qualsiasi effetto espropriativo e, in definitiva, dalla sua sicura base consensuale⁸²⁹. Tale prospettiva è radicalmente

⁸²⁴ Lo *squeeze-out*, in ragione dei presupposti aritmetici sui quali si fonda, è in grado di condurre a una gestione incontrastata e incontrastabile della società.

⁸²⁵ Sono termini interscambiabili, come conferma il Black's law dictionary⁶, 1990, 1403.

⁸²⁶ Per tutti, H. O'NEAL, "Squeeze-Outs" *Minority Shareholders - Expulsion or Oppression of Business Associates*, Chicago, 1975, 1; nella prospettiva dell'abuso di maggioranza, v. H.J. BROWNLEE, *The shareholders' agreement: a contractual alternative to oppression as a ground for dissolution*, cit., 271.

⁸²⁷ Il *leading case* risale ai primi anni '60 e riguarda l'ordinamento tedesco che, vale la pena evidenziarlo, mostra una maggiore propensione alla tutela costituzionale della proprietà azionaria, il cui statuto è filtrato dalle regole del diritto societario e non solo dalla teoria civilistica dei beni, fattore che induce a un potenziamento della tutela dell'azionista relativamente alla salvaguardia del valore economico dell'investimento; si allude alla decisione del 7 agosto 1962 del *Bundesverfassungsgericht*, in *BVerfGE*, 262, che ha ammesso la legittimità costituzionale di una trasformazione realizzata mediante il trasferimento dell'intero patrimonio sociale e il riconoscimento ai soci di minoranza solo di una compensazione monetaria.

⁸²⁸ Cfr. F. BORDIGA, *Cessione (integrale) del capitale di s.p.a. "chiusa" e c.d. "premio di maggioranza"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, 633-634.

⁸²⁹ Istruttivo, sotto questo aspetto, è il *leading case* statunitense in tema di co-vendita: *Allen v. Gold Reef of West Africa Ltd.*, (1900) I Ch 656; più in generale, per un altro caso in cui la clausola di trasferimento coattivo delle partecipazioni sociali era stata introdotta al solo fine di escludere i soci che avessero posto in essere condotte concorrenziali contro la società, che ha superato positivamente il vaglio giurisprudenziale, cfr. *Sidebottom v. Kershaw, Leese & Co Ltd.*, 1920, 1 Ch. 154, 163-165,

ribaltata nel caso dello *squeeze-out*⁸³⁰ che invece consente al socio divenuto titolare di una partecipazione quasi totalitaria di acquistare forzosamente quelle dei soci di minoranza: è chiaro che qui manca del tutto il substrato consensuale costituito da un originario atto volontario ed autonomo ed è proprio questo l'aspetto che ha sollevato - e, in parte, continua a sollevare - dubbi di compatibilità della fattispecie con il sistema civilistico, ancor prima che con quello societario. È evidente che le partecipazioni possono divenire oggetto di espropriazione da parte del creditore personale del socio che non adempia il proprio debito ovvero da parte del creditore pignoratizio quando il socio debitore non assolva l'obbligo che il pegno tende a garantire o ancora da parte del curatore fallimentare in caso di fallimento del socio: tali evenienze identificano alcuni dei casi in cui la partecipazione espropriata potrà a seconda dei casi essere oggetto di vendita forzata, ovvero assegnata al creditore procedente (e qui rileveranno le eventuali clausole statutarie limitative della circolazione della partecipazione medesima); può quindi dirsi che l'espropriazione rappresenta l'archetipo della circolazione forzata della partecipazione sociale, generatrice dello scioglimento del rapporto sociale, vicenda che il socio subisce coattivamente in conseguenza di un suo pregresso inadempimento.

Non può però farsi a meno di notare che nel nostro ordinamento l'espropriazione è ammessa entro i rigorosi limiti di cui agli artt. 42 Cost. e 834 c.c., che riservano al monopolio legislativo i casi in cui il diritto di proprietà può subire vicende espropriative e, comunque, solo per motivi di interesse generale⁸³¹. Trattasi di un'asimmetria riequilibrata per effetto della previsione di un equo indennizzo, volto a contemperare la posizione del privato, spogliato del diritto a godere in modo pieno ed esclusivo del suo bene, con l'interesse pubblico che l'apprensione del bene mira a realizzare. Per quanto qui interessa, l'unica copertura legale che l'istituto dello

paragonabile, nel nostro ordinamento all'introduzione in statuto di una giusta causa di esclusione del socio (nelle s.r.l.) ovvero di riscatto delle azioni del socio (nella s.p.a.).

⁸³⁰ Alla fattispecie in questione è riservato soltanto un accenno da E. TIMPANO, *Le clausole di covendita*, cit., 471; M. PASSARELLI, *Socio di minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del «trascinatore»? Analisi delle clausole «tag, drag e bring along»*, in *Riv. notarile*, 2013, 82.

⁸³¹ Valga a tal proposito l'insegnamento di Corte cost., 6 luglio 1966, n. 90, in *Foro it.*, 1967, I, 177.

squeeze-out vanta è quella dettata, per le società quotate, dall'art. 111 t.u.f. in tema di offerta pubblica di acquisto totalitaria⁸³², che di certo non è sufficiente a legittimare, in via autonoma, la corrispondente ipotesi in cui la vicenda *lato sensu* espropriativa della partecipazione azionaria rinvienga la sua fonte in una clausola statutaria⁸³³.

L'art. 111 t.u.f. stabilisce che l'*exit* forzoso del socio non dipende da una condotta arbitraria del socio di riferimento, ma si configura come effetto legale tipico al verificarsi di un evento preciso, coincidente con la concentrazione nelle mani di un unico socio della quasi totalità del capitale sociale (95%) a seguito di o.p.a.; la formula che identifica la fattispecie, non a caso, rende plasticamente il significato della compressione della loro posizione e della conseguente estromissione dei soci dalla compagine contro la volontà dei titolari della ridotta restante frazione di azioni. Nell'economia del funzionamento di un'o.p.a., non vi è dubbio che lo *squeeze-out* statutario concorre ad agevolare l'acquisizione del controllo⁸³⁴ ma, a fronte di tale presupposto, devono valutarsi gli ostacoli che la trasposizione di una clausola siffatta in un contesto statutario eventualmente incontra e, di conseguenza, quali siano i

⁸³² Per la ricostruzione della fattispecie, in termini di strumento di espropriazione di diritto pubblico ovvero di peculiare conformazione del diritto di proprietà dell'azionista di maggioranza, si vedano: F. GUARRACINO, *Commento all'art. 111*, in G. ALPA – F. CAPRIGLIONE, *Commentario al t.u.f.*, Padova, 1998, II, 1031; M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 111*, in P. MARCHETTI E L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Milano, 1999, I, 458 ss.; M. SANTORO, *Brevi note in tema di «squeeze out»*, in *Società*, 2001, 1237 ss.; R. WEIGMANN, *Commento all'art. 111*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Commentario al testo unico della finanza*, Torino, 2002, II, 938 ss.; V.M. IACOBELLIS, *Commento all'art. 111*, in G. FAUCEGLIA (a cura di), *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino, 2010, 215 ss. Nella sua versione originaria, l'art. 111 t.u.f. prevedeva una soglia pari al 98%. In giurisprudenza, cfr. Trib. Milano, 12 marzo 2003, in *Società*, 2004, 87 ss., con nota di L. PICONE, *Il diritto di «squeeze-out»*, ove si precisa che il diritto di acquisto coattivo «potrà esercitarsi solo nel caso in cui nel documento di offerta pubblica sia pronunciata la volontà di riscatto».

⁸³³ Sullo *squeeze-out* di cui all'art. 111 t.u.f., cfr. E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, cit., 228, nt. 4; secondo l'A. la norma delinea «una forma di espropriazione legittima, poiché prevista dalla legge, come richiesto dagli artt. 42 e 834 c.c., nell'interesse generale del buon andamento dei mercati, in cui il legislatore si è altresì preoccupato di indicare i criteri di determinazione dell'equo indennizzo, costituzionalmente garantito in tutti i casi di espropriazione».

⁸³⁴ In tal senso, F.M. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 382; P. SFAMENI, *La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2002, 285.

limiti all'ammissibilità di un meccanismo che riconosca al socio di maggioranza la possibilità di espropriare le quote del socio di minoranza nelle società chiuse.

La circostanza che in tale ambito il concetto di espropriazione sia impiegato, in senso materiale e a fini puramente descrittivi⁸³⁵, come indicativo di una mera cessione coattiva della partecipazione, non vale a tenere lo *squeeze-out* statutario al riparo da eventuali censure di illegittimità costituzionale, siccome esso produrrebbe proprio quell'effetto di dismissione forzosa della proprietà che si assume vietato dall'art. 42 Cost.⁸³⁶

In quest'ordine di idee la previsione di un simile potere di acquisto in favore di un socio in via statutaria non risulterebbe configurabile, poiché il socio che non intenda alienare la propria partecipazione verrebbe privato, contro la sua volontà, della titolarità della stessa, ottenendo soltanto un corrispettivo monetario che, in ogni caso, non potrebbe essere inferiore al valore come previsto in caso di recesso⁸³⁷.

Tuttavia, ove si affermasse la radicale illegittimità di una cessione forzosa, sarebbe posta in discussione anche la sopravvivenza di altri meccanismi più o meno coattivi

⁸³⁵ Trattasi, chiaramente, di vicenda non assimilabile neppure al *drag-along*, in quanto la parte, in quel caso, si è volontariamente vincolata al trasferimento a condizioni variabili nel *quantum* ma predeterminate nell'*an* (l'offerta del terzo), sebbene vi sia chi abbia, con formula fuorviante, definito tale clausola come una vera e propria "clausola di vendita forzata": così M. BERNARDI, *Gli aspetti legali*, in A. GERVASONI-F. SATTIN (a cura di), *Private equity e venture capital. cit.*, 437.

⁸³⁶ In questa direzione l'opinione di V. SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Società*, 2007, 1452, secondo il quale peraltro la norma in tema di *squeeze out* legale avrebbe i connotati di norma eccezionale, come tale non estensibile analogicamente, proprio perché la sua specifica *ratio* sarebbe idonea a metterla al riparo da possibili profili di illegittimità costituzionale per contrarietà con l'art. 42 Cost.

⁸³⁷ Tra i lavori monografici, v. M. ROMANO, *Dinamica del valore e aspetti di corporate governance negli squeeze-out delle minoranze azionarie*, Torino, 2008, *passim*; T. ONESTI, *Sconti di minoranza e sconti di liquidità. Ridotti poteri e mancanza di mercato nella valutazione delle partecipazioni*, Padova, 2002, 55 ss. In dottrina: M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Riv. soc.*, 2005, 401 ss.; cfr. anche A. PACIELLO, *Criteri di determinazione del valore delle azioni*, in G. NICCOLINI E A. STAGNO D'ALCONTRES (diretto), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 1125; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso, cit.*, III, 233 e 238; G. BEVILACQUA, "Premi di maggioranza" e "sconti di minoranza" in sede di liquidazione delle azioni del socio recedente, in *Riv. op. straord.*, 2014, 4 ss.; P. PISCITELLO, "Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni, in *Riv. soc.*, 2015, spec. 841 ss.; ID., *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nella s.p.a., cit.*, 180-181, ove si sottolinea che lo sconto di minoranza compensa non solo della mancanza del potere di controllo ma anche della difficile negoziabilità della partecipazione.

di disinvestimento (fra tutti, le clausole di trascinamento), posto che in entrambi i casi vengono in rilievo le stesse esigenze di tutela del socio di minoranza contro possibili abusi della maggioranza⁸³⁸. A ben vedere, il nucleo espropriativo, in queste ipotesi, deve essere valutato, sotto un profilo empirico, a valle della cessione coattiva della partecipazione, stante, a monte, la scelta di autovincolo operata dalle parti in sede di adesione alle condizioni contenute nel testo statutario.

Quindi, il riferimento all'espropriazione rischia di essere improprio siccome qui l'ablazione del diritto contro la volontà del titolare⁸³⁹ si declina nei termini di una cessione forzata a fronte di una preventiva adesione alle clausole dello statuto; tale remota base consensuale potrebbe anche deporre nella direzione della non necessaria fissazione di un criterio di liquidazione della partecipazione, tuttavia, regole di prudenza impongono di tener fermo l'art. 2437-ter c.c. tutte le volte in cui si attui una circolazione propriamente forzata delle azioni, in cui la determinazione del prezzo esula dalla disponibilità del socio liquidato ed è demandata

⁸³⁸ N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento*, cit., 179, secondo il quale sarebbe tutto da dimostrare che una clausola di trascinamento «preluda senz'altro all'ingiustificata espropriazione o estromissione delle minoranze. O meglio, se può preludere all'estromissione, non è per nulla certo che lo faccia ingiustificatamente».

⁸³⁹ Cfr. L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola drag along*, cit., 139, ad avviso del quale «non pare ragionevole richiamare le norme costituzionali in tema di espropriazione e le norme societarie in tema di uscita di un membro della società [...]. La clausola è funzionalmente concepita per consentire al socio di minoranza di uscirsene al più presto dal contesto della società»; C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit., 527, nt. 7: l'A. rimarca la necessità di specificare il tipo sociale nel quale lo *squeeze-out* venga statutariamente previsto, «in quanto cambierebbe la tecnica, ed anche le conclusioni sull'ammissibilità statutaria, potendo la società per azioni prevedere categorie mentre in caso di s.r.l. sarebbe possibile solo una clausola che attribuisce tale potere al socio x».

all'espropriante⁸⁴⁰, il quale versa in una posizione economica esattamente opposta a quella di chi subisce la dismissione coattiva⁸⁴¹.

Nel corso del tempo, ad opzioni ricostruttive di estremo rigore si sono quindi affiancati orientamenti più elastici che hanno progressivamente stemperato il limite dell'espropriazione vietata, facendo salva la possibilità di creare una categoria di azioni riscattabili che la incorpori; segnatamente, l'ipotizzabilità dello *squeeze-out* statutaria è stata affermata facendo leva sul valore sistematico della disciplina sulla valorizzazione delle azioni in caso di recesso (art. 2437-ter c.c.), smentendo in parte l'idea secondo la quale un diritto di acquisto a favore di un socio non dovrebbe essere previsto nello statuto in quanto realizzerebbe un effetto espropriativo (art. 42 Cost.). La disposizione costituzionale, in realtà, protegge sì l'ablazione della titolarità senza concorso della volontà del titolare, ma esaurisce la sua portata rispetto a beni la cui disciplina non contempla affatto la possibilità di perdita di tale titolarità; inoltre, come osservato, l'argomento *ad adiuvandum* – con relativa copertura normativa nell'art. 2437-sexies c.c. - proviene dalla disciplina delle azioni riscattabili, nella misura in cui essa non impedisce la configurabilità di una partecipazione destinata ad essere acquistata purchè a prezzo equo, con la conseguenza che il superamento di una certa frazione quantitativa di possesso azionario integrerebbe una condizione sospensiva per il perfezionamento del riscatto⁸⁴². Si pensi soprattutto

⁸⁴⁰ In letteratura, R. TIZZANO, *La determinazione del prezzo di squeeze-out. Esperienza italiana e prospettive europee*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 273; M. DOLLINGER, *The fair squeeze-out compensation*, Paderborn, 2008, *passim*; in ogni caso, sembra prevalere la tesi che esclude l'applicabilità dello sconto di minoranza alle azioni oggetto di *squeeze-out* ma, ove si optasse per la soluzione contraria, lo stesso sconto di minoranza dovrebbe essere calibrato diversamente a seconda che il recesso riguardi una percentuale insignificante del capitale o una quota di minoranza "qualificata" derivante dalla somma del numero complessivo delle azioni di tutti i soci. Per le modalità di calcolo, v. M. BUONGIORNO, *Premi di maggioranza e sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: aspetti teorici ed ambiti di applicazione*, in *Riv. op. straord.*, 2013, 29-31. In giurisprudenza, cfr. Trib. Roma, 5 marzo 2013, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, 343 ss. con nota critica di A. PACIELLO, *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*.

⁸⁴¹ In argomento, N. ABRIANI, *La proprietà come diritto dell'individuo: tra diritto internazionale, diritto comunitario e disciplina interna*, in *Giur. it.*, 2010, 2228, il quale ribadisce la necessità di evitare che i soci di minoranza si trovino obbligati a cedere le proprie quote ad un prezzo potenzialmente irrisorio, sulla cui quantificazione non possono incidere in sede di negoziazione.

⁸⁴² È questa l'idea di C.F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine sociale e clausole di lock up sociali e parasociali*, *cit.*, 152-153, nt. 5, in aperto dissenso rispetto alle conclusioni raggiunte da V. SALAFIA,

al caso in cui il riscatto azionario rappresenti il rimedio all'eccedenza del possesso azionario da parte di un socio: in tal caso, specularmente e opposto allo *squeeze-out* statutario, si intende ripristinare una determinata percentuale di possesso azionario allorquando questa sia superata da uno o più soci, attraverso il riscatto delle azioni eccedenti la soglia prefissata. Di contro, lo *squeeze-out* è strumentale ad accordare al socio che abbia superato una determinata percentuale del possesso azionario di rilevare le residue azioni di minoranza riscattando le azioni di cui siano titolari gli altri soci.

A differenza degli ordinamenti angloamericani, in cui difficilmente una modifica statutaria volta a introdurre una clausola di mera circolazione coattiva delle partecipazioni può ritenersi adottata nell'interesse sociale, trattandosi per lo più di decisione nell'interesse della maggioranza (c.d. «*naked compulsory transfer provision*»), non giustificata dall'intento di una migliore governabilità della compagine sociale⁸⁴³, qui sembra delinearci un canone interpretativo in forza del quale la mera circolazione coattiva della partecipazione azionaria, purché presidiata da un meccanismo di adeguata valorizzazione delle quote non deve essere stigmatizzata.

La clausola statutaria di *squeeze-out* si baserebbe quindi sul riconoscimento a un socio, che abbia acquistato una elevata quantità delle quote sociali (all'incirca in misura superiore al 95% del capitale), del diritto di acquistare dagli altri soci le rimanenti quote; l'evento attivatore coincide quindi con la situazione di fatto costituente il presupposto del diritto di *squeeze-out* che, una volta che si sia verificata, consente di costringere gli altri soci a cederli le quote in loro possesso; l'effettività del congegno di dismissione forzata risiede nel fatto che, in caso di rifiuto degli altri soci, il titolare

Squeeze out statutario, cit., 1450, il quale definisce “inappropriata” la collocazione statutaria della clausola e, al più, apre alla possibilità di un suo inserimento in una convenzione parasociale. Si tratterebbe di soluzione garantista, dettata allo scopo di offrire adeguata tutela al soggetto passivo del rapporto avverso il rischio di subire la perdita della titolarità della partecipazione senza adeguata contropartita.

⁸⁴³ Si veda l'indagine comparatistica di M.S. SPOLIDORO, *Acquisizione forzata delle azioni dei soci di minoranza: una recente legge olandese*, in *Riv. soc.*, 1998, 1500, ove si osserva che l'esistenza di una sparuta minoranza interna può tradursi in un intralcio comportante per il socio di maggioranza la necessità di osservare prescrizioni formali e sostanziali che altrimenti potrebbero essere disattese o alleggerite, senza correre il rischio di reazioni ricattatorie.

del diritto di *squeeze-out* è legittimato a promuovere il procedimento per il rilascio coattivo, se le quote sono rappresentate da azioni (artt. 605 ss. c.p.c.) ovvero, se non sono rappresentate da azioni o le azioni, nei casi previsti dall'art. 2346 c.c., non sono state emesse dalla società, a chiedere l'accertamento giudiziale del trasferimento in suo favore con le corrispondenti annotazioni nel libro dei soci. La clausola, in sostanza, riguarda esclusivamente colui che fra i soci si sia aggiudicato una determinata maggioranza delle quote del capitale sociale e, affinché se ne affermi la compatibilità, occorre che il nucleo espropriativo venga attenuato attraverso l'inserimento in statuto con il consenso di tutti i soci; in tal modo, nel momento in cui il socio legittimato chiedesse agli altri la cessione delle loro quote, non farebbe altro che esercitare un potere che i soci destinati a patire la dismissione forzosa gli hanno già attribuito accettando tale eventualità al manifestarsi di determinati rapporti di forza. Ciò comporta che la clausola potrebbe essere già elaborata in sede di stipulazione dell'atto costitutivo, oppure contemplata in un momento successivo, e dunque approvata con deliberazione unanime, ma risulterebbe inopponibile ai futuri acquirenti delle partecipazioni sociali, in quanto espressione di un vincolo intercorso tra i soci originari, con efficacia limitata ai soggetti che tale patto hanno approvato. Tale conclusione, però, non convince del tutto: l'opponibilità della clausola anche ai successivi acquirenti delle partecipazioni sociali potrebbe discendere dal regime pubblicitario cui è assoggettato lo statuto, idoneo a renderne conoscibili tutti i contenuti agli eventuali terzi potenziali acquirenti i quali, giovandosi di tale strumento, potrebbero ponderare la convenienza della loro decisione di investimento; peraltro, in una valutazione di sistema, si noti che il requisito della pubblicità è imposto anche con riferimento al diritto di acquisto di *ex* art. 111 t.u.f. e si estrinseca nell'obbligo per l'offerente di dichiarare nel documento di offerta l'intenzione di avvalersi del diritto di *squeeze-out*.

3.1 Il trasferimento coattivo della proprietà azionaria come nucleo centrale della fattispecie: acquisto della proprietà azionaria mediante squeeze out e perdita dello status socii.

Se quindi la fattispecie dello *squeeze-out* statutario gravita intorno al trasferimento coattivo della proprietà azionaria, l'assimilazione funzionale al riscatto azionario⁸⁴⁴ che, come detto, rappresenta il principale argomento alla base della sua ammissibilità, implica la necessità di verificare come tale cessione forzata si inserisca tra i modi di acquisto della proprietà azionaria e, simmetricamente, come essa interferisca con la perdita dello *status socii*.

La legittimità della fattispecie, sul piano dominicale, può quindi essere recuperata riconducendo il riscatto azionario nell'alveo dei modi di acquisto della proprietà, in quanto attuativo non di una espropriazione, bensì di una mera conformazione della proprietà azionaria⁸⁴⁵; tale impostazione parrebbe suffragata anche dal dato normativo, alla stregua del quale l'art. 111 t.u.f. sarebbe fattispecie non espropriativa ma conformativa del diritto proprietario, come testimonierebbe la rubrica della disposizione ("*Diritto di acquisto*"), indicativa della sua riconducibilità ad un'ipotesi di diritto potestativo (di riscatto, ovvero un contratto di opzione di acquisto). Ulteriore indicazione che deporrebbe nella direzione della conformazione della proprietà azionaria si rinviene nella singolare modalità attuativa di dismissione della partecipazione che si attua attraverso le azioni (o quote) cc.dd. «auto-estinguibili», che solo di recente hanno trovato una compiuta legittimazione nella prassi notarile⁸⁴⁶. È stata infatti ammessa la legittimità di clausole statutarie che prevedono l'automatica estinzione di azioni o quote al decorso di un termine o al verificarsi di una condizione non meramente potestativa, anche senza alcun diritto di liquidazione a favore del titolare delle azioni o quote medesime⁸⁴⁷; in realtà, la

⁸⁴⁴ Specie ove questo lo si intenda come generica condizione in cui ciascuna azione costituente il capitale sociale può incorrere. Una volta che il requisito della riscattabilità possa teoricamente riferirsi all'intero capitale sociale, diviene configurabile un trasferimento coattivo di azioni per previsione statutaria.

⁸⁴⁵ Così A. LUCIANO-M. LACCHINI, *Lo squeeze out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 916.

⁸⁴⁶ Si veda la massima n. 19 del 16 giugno 2020 del Consiglio notarile di Milano.

⁸⁴⁷ Sul problema delle azioni auto estinguibili, si riteneva tradizionalmente, soprattutto argomentando dalla prevalenza della natura cartolare del titolo azionario, che l'annullamento della partecipazione, dipendente dal mancato completamento dell'apporto ovvero causato da perdite o dall'intervenuto

temporaneità connaturata a tali azioni impone di riflettere sul fatto che esse si fondano su un automatismo estintivo che non postula alcuna manifestazione di volontà (né del socio, né della società, né tantomeno di terzi), ma che si produce a causa del semplice verificarsi dell'evento dedotto in statuto. La circostanza che, in questo caso, le parti convengano *ab origine* che, al realizzarsi di un determinato presupposto, il vincolo si sciogla e, di conseguenza, si determini la dismissione della titolarità della partecipazione stessa, può costituire una argomentazione *a fortiori* in favore della configurabilità dello *squeeze-out* statutario; è infatti sufficiente pensare che, in quest'ultimo caso, la liquidazione del valore delle azioni di minoranza non è in discussione mentre, nel caso delle azioni auto-estinguibili, si ammette finanche la possibilità che alcun diritto di liquidazione venga previsto in favore del titolare delle stesse. È certamente verosimile che questi, in previsione di tale evenienza, abbia ponderato *ex ante* la sua decisione di investimento, definendo le condizioni economiche del suo ingresso nella compagine sociale, ragion per cui nulla impedisce di estendere tali rilievi anche alla posizione del socio che scelga di vincolarsi ad un testo statutario che preveda lo *squeeze-out*; anzi, in tal caso, il discorso sarebbe molto più semplice dal momento che il diritto potestativo è destinato ad attivarsi al raggiungimento di una soglia puramente algebrica, senza il concorso di fattori ulteriori (si pensi, nel caso delle azioni auto-estinguibili, al conseguimento di un ammontare di utili calcolato in un determinato lasso di tempo).

Più problematica sembrerebbe essere l'incidenza dello *squeeze-out* statutario sulla conservazione dello *status socii*⁸⁴⁸, ma si tratta di un aspetto solo in superficie controverso, dal momento che nessuna pretesa alla permanenza in società può essere accampata dal socio che si veda costretto alla dismissione forzata, in ragione

rimborso del conferimento, costituisse evento opponibile a qualsiasi possessore del titolo: App. Roma, 15 marzo 1934, in *Foro it.*, 1934, I, 1374 ss., con nota critica di T. ASCARELLI, *Sulla circolazione di azioni annullate*; G. FERRI, *L'estinzione del titolo di credito*, in *Scritti giuridici*, II, Napoli, 1990, 125 ss.

⁸⁴⁸ Cfr. G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, *cit.*, 768, secondo il quale il diritto alla conservazione dello *status socii* rappresenta un anacronistico portato della concezione giusnaturalistica dei diritti individuali del socio, che trascura il fatto che è il diritto soggettivo a nascere dal diritto oggettivo e non viceversa.

dell'ormai consolidato superamento di un diritto autonomo del socio a restare tale⁸⁴⁹, sul quale più volte si è posto l'accento nel corso di questo lavoro.

In sostanza, ove lo *squeeze-out* confluisca in statuto veicolato da una clausola di riscatto che consenta al socio di riferimento di forzare la minoranza a dismettere la sua partecipazione, non viene in rilievo alcuna collisione con il diritto alla conservazione dello *status* di socio, a condizione che la volontà sociale si sia correttamente formata, sulla base della ormai incontrastata prevalenza del principio maggioritario⁸⁵⁰. Da tale assunto discende quindi l'opportunità di adottare una serie di cautele ulteriori – strumentali a scongiurare abusi in danno delle minoranze azionarie – ove, a differenza dell'ipotesi prospettata nel precedente paragrafo, la clausola statutaria di *squeeze-out* sotto forma di riscatto azionario sia introdotta a seguito di una deliberazione assembleare adottata a maggioranza. Tale clausola, in quanto idonea a vincolare anche i soci dissenzienti e qualsiasi terzo, nonché in grado di rendere riscattabili anche azioni già emesse e assegnate ai soci, risulterà assoggettata alla disciplina dettata per la modifica dello statuto sociale (con il corrispondente regime pubblicitario di cui all'art. 2436 c.c.): inoltre, affinché il principio maggioritario possa operare senza distorsioni di sorta, sarà necessario che nessun socio, al momento dell'assunzione della delibera, risulti titolare del possesso azionario che gli consentirebbe l'esercizio dello *squeeze-out*. Tale ultimo presupposto garantisce che l'introduzione dello *squeeze-out* non estremizzi i rapporti di forza

⁸⁴⁹ In giurisprudenza, v. Trib. Perugia, 17 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2016, II, 1240 ss., con nota di F. INNOCENTI, *Questioni in tema di clausole di riscatto e riscattabilità delle azioni del socio in violazione di disposizioni statutarie*, ove si valorizza la funzione del riscatto come strumento atipico di *exit*, se non proprio di vera espulsione del socio dalla compagine, *ivi*, 1248-1250.

⁸⁵⁰ «È la stessa configurabilità in astratto di un diritto autonomo del socio a restare tale che va disattesa: la stessa possibilità, in altri termini, di considerare unitariamente la posizione contrattuale dell'azionista e di elevare tale posizione al rango di diritto soggettivo», così G. GRIPPO, *Incorporazione di una società per azioni esercente il credito in un istituto di credito di diritto pubblico, pregiudizio dello status socii e situazione patrimoniale*, *cit.*, 671. Per una rassegna dei fenomeni in cui, invece, la privazione della qualità di socio interviene incidentalmente all'interno di vicende che possono verificarsi durante l'esistenza della società, cfr. E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, *cit.*, 250, testo e nt. 74.

interni alla compagine sociale già in atto al momento del voto e, dunque, evita che lo stesso vada ad incidere su assetti plutocratici già esistenti⁸⁵¹.

In ogni caso, il socio dissenziente, in forza dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., conserva intatto il suo diritto di recesso, siccome l'introduzione in statuto dello *squeeze-out* si sostanzia in una modificazione dei diritti di partecipazione⁸⁵². Viceversa, ove si acceda alla ricostruzione dello *squeeze-out* in termini di limite statutario alla circolazione della partecipazione azionaria, l'*exit* sarà comunque garantito sulla base dell'art. 2437, comma 2, lett. b), c.c.

⁸⁵¹ Cfr. A. LUCIANO-M. LACCHINI, *Lo squeeze out statutario: una prospettiva di fattibilità*, cit., 921.

⁸⁵² G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, cit., 646: secondo l'A. «non può disconoscersi che tra le parti il contratto fissa intangibilmente almeno la proporzione reciproca della partecipazione ai vantaggi e ai sacrifici contrattuali e che nessuno può imporre alla parte, nei rapporti con le altre, un mutamento di quella proporzione».

CONCLUSIONI

Benché la circolazione delle partecipazioni azionarie costituisca in assoluto uno dei temi più controversi nell'ambito dell'ordinamento societario, come testimoniano anche gli innumerevoli e risalenti contributi editi sull'argomento, l'attualità pratica di alcune questioni e l'apertura dell'ordinamento interno a meccanismi tipici dei sistemi di *common law* dimostrano che è tutt'ora soggetto a tensioni evolutive, anche in ragione della persistente assenza di una disciplina legislativa *ad hoc* per le alienazioni aventi ad oggetto le partecipazioni sociali; non ha infatti avuto esito la proposta di legge n. 1610 del 20 settembre 2013, finalizzata all'introduzione nel codice civile (segnatamente, fra le norme in materia di vendita) di un'apposita sezione dedicata alla "vendita di azienda e di partecipazioni sociali".

Si è perciò tentato di dimostrare come l'alienazione della partecipazione azionaria risulti variamente conformata in base a precise scelte negoziali espressive dell'autonomia collettiva dei soci e, in quanto tali, assoggettate a un costante vaglio di meritevolezza, onde verificare che esse non collidano con i principi cardine dell'ordinamento societario e non snaturino il tipo azionario.

Alla base delle riflessioni svolte vi è l'idea che la multiformità delle operazioni di trasferimento azionario, specie quando queste si combinino a tecniche negoziali enucleate nella prassi degli affari angloamericana, le renda refrattarie ad un inquadramento unitario.

Nel contesto delle alienazioni congiunte della partecipazione azionaria si è quindi rilevato che la previsione di una pattuizione di *tag-along*, lungi dal costituire un vincolo alla cessione della partecipazione azionaria, ne rappresenta soltanto un aggravio procedimentale, un ostacolo alla trasmissibilità; è stata poi ricostruita la fattispecie, non senza ipotizzare le tutele esperibili dal soggetto attivo della covendita, sia in una prospettiva puramente civilistica che in una dimensione societaria, ibridazione di pieni resasi necessaria alla luce del peculiare oggetto della cessione. La circostanza che oggetto del trasferimento sia una partecipazione qualificata ha altresì consentito di sondare le interferenze del *tag-along* con il principio di equa valorizzazione, la cui portata appare ben più circoscritta in quest'ambito

rispetto a quanto non accada al ricorrere di meccanismi traslativi forzosi (*drag-along*, *russian roulette*, *squeeze-out*).

A causa dell'impatto sulle strutture corporative dell'ente che l'alienazione della partecipazione di riferimento è in grado di determinare, si è altresì esaminata l'operatività del *tag-along* nell'eventualità in cui vi sia una dissociazione tra titolarità delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali; l'angolatura prescelta è stata quella della costituzione di un diritto reale di usufrutto sulle azioni e, in particolare, della dismissione della sola nuda proprietà azionaria, con riserva del diritto di usufrutto in capo al cedente. Si è ritenuto che tale circostanza sia in grado di sterilizzare l'operatività del diritto di accodamento, almeno ove manchi una disciplina pattizia che differisca l'attivazione del *tag-along* al momento in cui in capo al terzo compratore vi sia stata la consolidazione della piena proprietà della partecipazione.

Tra le tecniche negoziali di riassetto della proprietà azionaria e di trasmissibilità ostacolata della stessa, particolare attenzione è stata dedicata alle clausole cc.dd. di cambio di controllo ("*change-of-control*", "*change-in-control*", "*change-of-ownership*"), che trovano il loro terreno elettivo nelle società di capitali partecipate, a propria volta, da enti societari; si tratta di pattuizioni rispetto alle quali si registra ancora l'assenza di una ricostruzione organica, al netto di isolate decisioni giurisprudenziali e di un embrionale recepimento ad opera della prassi notarile, e si è perciò tentato di proporre una formulazione. L'impiego di tali tecniche in ambito societario allorquando sia essenziale, ai fini della sopravvivenza del rapporto sociale, la conservazione della struttura proprietaria e/o gestionale di un determinato socio, ha consentito di valutarne i rapporti con il diritto di *exit* dei soci e le modalità attuative dello stesso. Alla base dell'interesse per le clausole di *change of control* vi è non soltanto l'idea che esse si inscrivano in una più vasta tendenza alla personalizzazione delle partecipazioni sociali, nella misura in cui costituiscono un'ipotesi di singolare rilevanza della composizione soggettiva della compagine sociale, ma anche la loro strumentalità al perseguimento di finalità eterogenee, tra le quali si annoverano l'applicazione o la disapplicazione di vincoli ai trasferimenti della partecipazione

azionaria (*in primis*, nei casi di prelazione statutaria) attuati da uno o più soci, e la cessazione della partecipazione in società di uno o più soci in un'ottica di accelerazione della fuoriuscita dalla compagine.

Nell'ultima parte dell'indagine la riflessione si è invece concentrata sui meccanismi di disinvestimento forzoso, aventi ad oggetto la partecipazione totalitaria; se infatti le pattuizioni di *tag-along* e le clausole di *change of control*, pur nella assoluta diversità di struttura ed effetti sono accomunate da una sicura base consensuale, la dismissione della partecipazione azionaria e la conseguente perdita dello *status socii* possono dipendere da vicende acquisitive di azioni altrui senza collaborazione o volontà del titolare al momento del suo esercizio. Sebbene la clausola di *russian roulette* e lo *squeeze-out* statutario non esauriscano la pluralità delle forme di acquisto potestativo di azioni, il cui minimo comune denominatore si rintraccia nella realizzazione di un disinvestimento coattivo, si è scelto di selezionare queste due fattispecie non tanto per l'affinità procedimentale che le accomuna, quanto perché esse rappresentano il punto di emersione dell'intento di concentrazione della proprietà azionaria attraverso lo scioglimento del rapporto di fatto o di diritto intercorrente tra i proprietari di beni correlati o tra i titolari di diritti correlati.

Concludendo per la legittimità di entrambi i meccanismi, nonostante i dubbi di compatibilità col sistema che sono stati sollevati, si è in ultimo risolta positivamente la questione relativa alla statutarizzazione sia delle *dissolution provisions* sia dello *squeeze-out*, ricostruite – in linea con le direttrici di fondo cui questa ricerca è stata improntata – come ipotesi di trasferimento coattivo della partecipazione azionaria nelle quali massimo è il grado di condizionamento tra la prospettiva proprietaria e quella negoziale.

BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in V. DI CATALDO-MELI-PENNISI (a cura di), *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, *Impresa e società*, Milano, 2015.
- ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994.
- ABRIANI N., *La proprietà come diritto dell'individuo: tra diritto internazionale, diritto comunitario e disciplina interna*, in *Giur. it.*, 2010.
- ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002.
- ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato Cottino*, Padova, 2010.
- ABRIANI N., voce *Azioni di risparmio*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2000.
- ABU AWWAD A., *I "diritti di voto e di partecipazione" fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009.
- ACCORNERO A., *Le clausole di aggiustamento prezzo nei contratti di compravendita di partecipazioni: Locked Box vs. Closing accounts*, in *Società*, 2015.
- ACCORNERO A., *Le clausole di Earn Out nei contratti di compravendita di partecipazioni societarie*, in *Società*, 2017.
- ACERBI G., *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in *Riv. soc.*, 1997.
- AGRUSTI G., *Le clausole di drag along e tag along*, in *Amm. e finanza*, 2014.
- ALBANESE A., *Abuso di dipendenza economica: nullità del contratto e riequilibrio del rapporto*, in *Europa dir. priv.*, 1999.
- ALBERTINI L., *L'esercizio dei diritti sociali nella società per azioni da parte del chiamato all'eredità (tra poteri conservativi ex art. 460 c.c. e accettazione tacita ex art. 476 c.c.)*, in *Contr. e impr.*, 2013.
- ALCARO F., voce *Promessa del fatto del terzo*, in *Enc. dir.*, XXXVII, Milano, 1988.
- ALESSI R., *Alcune riflessioni intorno alla clausola di prelazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1987.
- ALLARA M., *Le vicende del rapporto giuridico e le loro cause*, Torino, 1939.
- ALPA G., *Appunti sulla nozione di "prezzo"*, in *Giur. comm.*, I, 1982.
- ALPA G., *Il diritto commerciale tra lex mercatoria e modelli di armonizzazione*, in *Contr. e impr.*, 2006.
- ALVARO S. –CIAVARELLA A. –D'ERAMO D. – LINCIANO N., *La deviazione dal principio «un'azione un voto» e le azioni a voto plurimo*, Quaderni giuridici Consob, 2014.
- AMBROSINI S., *Trasferimento partecipazioni azionarie, clausole di indemnity e contratto per persona da nominare*, in *Contr. e impr.*, 1996.
- AMBROSOLI M., *Vendita di partecipazioni sociali di controllo e patrimonio dell'ente, in assenza di clausole di garanzia*, in *Contratti*, 1996.
- ANGELICI C. – MONTALENTI P. – DENOZZA F. – LIBERTINI M. – CALANDRA BUONAURA V., *"Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA"*, in *Giur. comm.*, 2015, I.
- ANGELICI C., *A proposito di "interessi primordiali" dei soci e "gestione esclusiva" degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 2020.
- ANGELICI C., *Appunti sull'interpretazione degli statuti di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.* 1993.
- ANGELICI C., *Fra "mercato" e società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2011.
- ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, II, Torino, 1991.
- ANGELICI C., *La lex mercatoria e il problema dei codici di commercio*, in *Giur. comm.*, 2010.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003.

ANGELICI C., *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1992.

ANGELICI C., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in G.E. COLOMBO-G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, I, 1, Torino, 2004.

ANGELICI C., *Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società*, in *Giur. comm.*, 1991.

ANGELICI C., *Note preliminari sulla legittimazione nei titoli azionari*, in *Riv. dir. comm.*, 1983.

ANGELICI C., *On governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2011.

ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987.

ANGELICI C., *Profili organizzativi della circolazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1989.

ANGELICI C., *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985.

ANGELICI C., *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I.

ANGELICI C., *Variazioni su usucapione e azienda*, in *Riv. dir. soc.*, 2017.

ANGELICI C., *Vendita di azioni rappresentanti «cielo azzurro» e tutela del compratore*, in *Casi e materiali di diritto commerciale. Società per azioni*, Milano, 1974.

ANSELMINI V.-CANGELLI F., *Cessioni di quote e tutela dell'acquirente. Aspetti comparatistici*, in *Società*, 1995.

ANTONUCCI A., *L'illegittimità dell'acquisto e della detenzione di azioni proprie: fattispecie e sanzioni*, in *Riv. dir. impr.*, 1990.

ARATO M., *Clausole di prelazione e clausole di gradimento nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1983.

ARENA A., *Patto leonino ed autonoma convenzione di esonero dalle perdite*, in *Foro it.*, 1940.

ARMOUR J. – HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *Agency Problems and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*³, Oxford, 2017.

ASCARELLI T., *Ancora in tema di limiti alla circolabilità delle partecipazioni azionarie*, in *Giust. civ.*, 1955.

ASCARELLI T., *Ancora sul concetto di titolo di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1956.

ASCARELLI T., *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica. Parte I*, in *Riv. dir. comm.*, 1954.

ASCARELLI T., *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica. Parte III*, in *Riv. dir. comm.*, 1954.

ASCARELLI T., *Il problema preliminare dei titoli di credito e la logica giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1956.

ASCARELLI T., *In tema di limiti statutari alla circolabilità delle azioni*, in *Foro it.*, 1931.

ASCARELLI T., *Indivisibilità dell'azione e aumento di capitale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1955.

ASCARELLI T., *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951.

ASCARELLI T., *La disciplina delle operazioni di assicurazione, di capitalizzazione e di gestione fiduciaria*, in *Assicurazioni*, 1934.

ASCARELLI T., *La letteralità nei titoli di credito*, in *Riv. dir. comm.*, 1932.

ASCARELLI T., *Limiti di validità dei sindacati azionari*, in *Foro it.*, 1950.

ASCARELLI T., *Norma giuridica e realtà sociale*, in *Problemi giuridici*, I, Milano, 1959.

ASCARELLI T., *Personalità giuridica e problemi delle società*, in *Problemi giuridici*, I, Milano, 1959.

ASCARELLI T., *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955.

ASCARELLI T., *Sui limiti statutari alla circolazione delle azioni e sui diritti individuali degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1931.

ASCARELLI T., *Sui limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1953.

ASCARELLI T., *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1950.

ASCARELLI T., *Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V, libro IV del nostro codice: espressioni della normativa e tipologia della realtà*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955.

ASCARELLI T., *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1950, I.

ASCARELLI T., *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Arch. giur.*, 1925.

ASCARELLI T., *Sulla circolazione di azioni annullate*, in *Foro it.*, 1934.

ASCARELLI T., *Sulla protezione delle minoranze nelle società per azioni (a proposito di un recente libro)*, in *Riv. dir. comm.*, 1930.

- ASCARELLI T., *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*⁵, Milano 1960.
- ASCARELLI T., *Tipologia della realtà, disciplina normativa e titolo di credito*, ivi, 1957.
- ASCARELLI T., *Titolarietà e legittimazione del diritto cartolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1932.
- ASQUINI A., *Ancora sui limiti di validità delle clausole di gradimento*, in *Riv. dir. comm.*, II
- ASQUINI A., *I battelli del reno*, in *Riv. soc.*, 1959.
- ASQUINI A., *Le azioni privilegiate a voto limitato*, Milano, 1961.
- ASQUINI A., *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947.
- ASTONE F., *Impugnativa di bilancio e divieto di venire contra factum proprium*, in *Riv. dir. comm.*, 2001.
- ASTONE F., *Venire contra factum proprium (divieto di contraddizione e dovere di coerenza nei rapporti tra privati)*, 2006, Napoli.
- AULETTA G., *Il contratto di società commerciale*, Milano, 1937.
- B. SCIANNACA, *Russian roulette clause*, in *Giur. comm.*, 2019.
- BACCETTI N., *L'acquisizione concertata di partecipazioni qualificate in una banca*, in *Giur. comm.*, 2019.
- BACCETTI N., *Sul riscatto nella prelazione*, in *Giur. comm.*, 2020.
- BACHELET V., *Abuso di dipendenza economica e squilibrio nei contratti tra imprese. Norma, sistema, tutele, prospettive*, Milano, 2020.
- BAINBRIDGE S.M., *Mergers and acquisitions*⁶, New York, 2003.
- BALLERINI L., *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, in *Contr. e impr.*, 2014.
- BALZARINI P., *La disciplina giuridica del mercato finanziario: Opa, insider trading, quotazione in borsa, Sim, banche*, Milano, 1991.
- BANNA G.M., *Cessione di quote sociali e garanzie del cedente*, in *Giur. comm.*, 1999.
- BARALDI M., *Sulle prestazioni accessorie all'obbligo dei conferimenti nelle società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 2002.
- BARALIS G., *Vendita di partecipazioni sociali e garanzie convenzionali (con particolare riguardo all'indebitamento). Problemi vari, specialmente di prescrizione e di tecnica notarile*, in *Riv. dir. comm.*, 2006.
- BARALIS G., *Vendita di partecipazioni sociali e garanzie convenzionali (con particolare riguardo all'indebitamento). Problemi vari, specialmente di prescrizione e di tecnica notarile*, in *Riv. dir. comm.*, 2006.
- BARBA V., *La collazione di partecipazioni societarie*, in *Notariato*, 2020.
- BARCELLONA E., "Control enhancing mechanisms" e "governance" della società a responsabilità limitata, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020.
- BARCELLONA E., *Clausola di prelazione e fattispecie elusive: trasferimenti endo-gruppo consentiti e successiva perdita del controllo della società cessionaria*, in *Giur. comm.*, 2014, II.
- BARCELLONA E., *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, in *Quaderni di Banca borsa e tit. di cred.*, Milano, 2004.
- BARENGHI A., *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005.
- BARTALENA A., *Le azioni con prestazioni accessorie come «categoria» di azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998.
- BARTLETT J.W., *Fundamentals of Venture Capital*, Toronto, 1999.
- BAYNE D.C., *A Philosophy of Corporate Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1963.
- BAYNE D.C., *The Sale of Control Premium: the Disposition*, in *California Law Review*, 1969.
- BAZERMAN M.H. - W.F. SAMUELSON, *I won the auction but don't want the prize*, in *Journal of Conflict Resolution*, 1983.
- BELLA E.M., *Contratti di cessione di partecipazioni sociali: clausole di garanzia come strumento necessario per la tutela dell'acquirente*, in *Foro pad.*, 2016.
- BELLANTUONO G., *Indeterminatezza dell'oggetto e incompletezza contrattuale*, in *Foro it.*, 2007.
- BELVEDERE A., *Il problema delle definizioni nel codice civile*, Milano, 1977.
- BELVISO U., *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976.

- BENATTI F., *L'abuso nel diritto societario: l'esperienza del piercing the veil*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II.
- BENZAZZO P., *La s.r.l. start-up innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014.
- BENZAZZO P., *Sub articolo 2345, cod. civ.*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (a cura di), *Le società per azioni*, Milano, 2016.
- BENCINI R., *L'abuso dell'usufruttuario nel diritto commerciale*, in *Società*, 2016.
- BENEDETTI G., *Ancora sulla prelazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015.
- BENJAMIN J., *Interests in securities*, Oxford, 2000.
- BENOCCI A., *La regolamentazione del mercato del controllo societario tra ragioni di efficienza ed esigenze di garanzia*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2018.
- BERLE A. JR. - G. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, trad. it., Torino, 1966.
- BERLE A.A., *The Price of Power: Sale of Corporate Control*, in *Cornell Law Quarterly*, 1965.
- BERLE JR. A.A., *"Control" in Corporate Law*, in *Columbia Law Review*, 1958.
- BERNARDI A., *La validità della clausola antistallo del tipo 'roulette russa'*, in *Riv. dir. soc.*, 2018.
- BERTACCHINI E., *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014.
- BERTI M., *Loyalty shares*, in A. SACCO GINEVRI (a cura di), *Commentaries and Cases on Italian Business Law*, Padova, 2020.
- BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico²*, in *Trattato Vassalli*, XV, II, Torino, 1952.
- BEVILACQUA G., *"Premi di maggioranza" e "sconti di minoranza" in sede di liquidazione delle azioni del socio recedente*, in *Riv. op. straord.*, 2014.
- BEVIVINO G., *Il ruolo delle massime notarili nel dialogo tra i diversi formanti*, in *Contr. e impr.*, 2016.
- BIANCA C.M., *La vendita e la permuta*, I, Torino, 1993, 217.
- BIANCHI M.T., *Clausole particolari nel trasferimento di pacchetti azionari di riferimento*, in *Dir. fall.*, 1993.
- BIANCONI L., *Patti parasociali e joint ventures*, in *Società*, 1995.
- BIENZ C.-U. WALZ, *Venture Capital Exit Rights*, in *Journal of Economics & Management Strategy*, 2010.
- BIGIAVI W., *Il trasferimento dei titoli di credito*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1950.
- BIGIAVI W., *La clausola di gradimento al trapasso di azioni*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1953.
- BIGIAVI W., *Note inutili sul c.d. trasferimento delle azioni civili*, in *Riv. dir. civ.*, 1965.
- BIGIAVI W., *Società controllata e società adoperata come "cosa propria"*, in *Giur. it.*, 1959.
- BIGLIAZZI GERI L., *Usufrutto, uso e abitazione*, in *Trattato Cicu-Messineo*, XI, 1, Milano, 1979.
- BILANCIONI N., *Compravendita di pacchetto azionario: rilevabilità d'ufficio della nullità nel sottosistema societario*, in *Giur. comm.*, 2017.
- BINI M., *Le clausole di aggiustamento prezzo nelle business combination*, in *Società*, 2011.
- BINNI M., *Vendita congiunta di azioni e clausola di prelazione*, in *Giur. comm.*, 1997, II.
- BIONE M., *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975.
- BIONE M., *Le azioni*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, II, Torino, 1991.
- BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato Perlingieri*, Napoli, 2005.
- BLANK Y., *The Reenchantment of Law*, in *Cornell Law Review*, vol. 96, 2011.
- BOCCHINI F., *Limitazioni convenzionali del potere di disposizione*, Napoli, 1977.
- BOGGIO G., *Arbitrato societario e intestazione fiduciaria: un rapporto controverso?*, in *Giur. it.*, 2020.
- BOIZARD M., *L'abus de minorité*, in *Revue des sociétés*, 1988.
- BOLOGNESI C., *Leasing azionario: profili di (in)compatibilità con il diritto societario e possibili soluzioni*, in *Contr. e impr.*, 2006.
- BONAFINE A., *La legittimazione e l'interesse ad agire nelle vicende di impugnazione delle deliberazioni assembleari delle s.p.a.*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2017.
- BONAFINI A.L., *Il patto di famiglia tra diritto commerciale e diritto successorio*, in *Contr. e impr.*, 2006.

- BONAVERA E., *Partecipazioni a scopo di finanziamento tra patto leonino e patto commissorio*, in *Società*, 2015.
- BONELLI M.J., *La moderna lex mercatoria tra mito e realtà*, in *Dir. comm. int.*, 1992.
- BONELLI F. – DE ANDRÈ M. (a cura di), *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990.
- BONELLI F., *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento: le garanzie del venditore*, in *Dir. comm. int.*, 2007.
- BONELLI F., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985.
- BONELLI G., *Ancora a proposito di nuove forme contrattuali*, in *Riv. dir. comm.*, 1905, I.
- BONELLI G., *Ancora sull'ostruzionismo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1907.
- BONELLI G., *I concetti di comunione e personalità nella teoria delle società commerciali*, in *Riv. dir. comm.*, 1903.
- BONIELLO G., *La clausola di inalienabilità nel diritto francese e in quello italiano*, in *Ann. dir. comp.*, 1966.
- BONILINI G., *La prelazione volontaria*, Milano, 1984.
- BOONE A.L. – J.H. MULHERIN, *Do auctions induce a winner's curse? New evidence from the corporate takeover market*, in *Journal of Financial Economics*, 2008.
- BORDI R., *Due cause di recesso da S.p.a.*, in *Società*, 2015.
- BORRONI A., *Problemi e prospettive dell'inquadramento giuridico degli schemi ESOP di partecipazione azionaria nell'ordinamento italiano*, in *Dir. rel. ind.*, 2010.
- BORTOLOTTI F., *La legge applicabile e la giurisdizione*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011.
- BOTTI L., *Clausola di "covendita forzata" e "drag-along"*, in *Giur. comm.*, 2016.
- BOUCOBZA X., *L'acquisition internationale de société*, Paris, 1998.
- BRADFORD C.S., *Crowdfunding and the federal securities law*, in *Columbia Business Law Review*, 2012.
- BRADLEY C., *Corporate control: market and rules*, in *The Modern Law Review*, 1990.
- BRANCA E., *Divieto di alienazione e interesse apprezzabile*, in *Foro pad.*, 1952.
- BRANCA G., *Ancora sull'interesse apprezzabile nei divieti di alienazione*, in *Foro pad.*, 1953.
- BRIGANTI E., *Fideiussione e promessa del fatto altrui*, Napoli, 1981.
- BRIZZOLARI V., *La surrogazione reale*, Torino, 2019.
- BROOKS R.R.W. -C.M. LANDEO-K.E. SPIER, *Trigger Happy or Gun Shy? Dissolving Common-Value Partnerships with Texas Shootouts*, in *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, 2009.
- BROUGHMAN B., *Investor Opportunism and Governance in Venture Capital*, 2009.
- BROWNLEE H.J., *The shareholders' agreement: a contractual alternative to oppression as a ground for dissolution*, in *Stetson Law Review*, 1994.
- BRUNO F., *Scioglimento della società per azioni per impossibilità di funzionamento dell'assemblea*, in *Corr. giur.*, 2005.
- BUCELLI A., *Usufrutto di quote societarie e diritto di voto*, in *Società*, 2016.
- BUONGIORNO M., *Premi di maggioranza e sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: aspetti teorici ed ambiti di applicazione*, in *Riv. op. straord.*, 2013.
- BUONOCORE V., *Clausola di gradimento al trasferimento di azioni e tutela della qualità di socio*, in *Foro pad.*, 1971.
- BUONOCORE V., *Commento a un patto parasociale*, in *Giur. comm.*, 1975.
- BUONOCORE V., *Iniziativa economica privata e impresa*, in V. BUONOCORE (a cura di), *Iniziativa economica e impresa nella giurisprudenza costituzionale*, Napoli, 2006.
- BUONOCORE V., *L'ostruzionismo degli azionisti nelle assemblee delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970.
- BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960.
- BUONOCORE V., *Principio di uguaglianza*, in ID., *Diritto commerciale e diritto dell'impresa*, Napoli, 2008.
- BUSANI A., *L'agevolazione per il passaggio generazionale delle azioni e delle quote di partecipazione al capitale di società*, in *Società*, 2018.

- BUSET G., *Vendita di partecipazioni sociali di «controllo» e garanzie patrimoniali: rassegna critica*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015.
- BUSI C.A., *La prelazione societaria. Evoluzione legislativa e giurisprudenziale e clausole alternative*, Milano, 2019.
- BUSI C.A., *Le clausole di prelazione statutaria nella s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2005, 457.
- BUSSOLETTI M., *Pegno di certificati provvisori e emissione di titoli definitivi*, in *Riv. dir. comm.*, 1976.
- BUTTARO L., *Sull'ampiezza e sulle conseguenze delle limitazioni alla circolazione delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 1992.
- BUTTARO L., *Tullio Ascarelli e il titolo di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1981.
- BUTTARO L., voce *Sindacati azionari*, in *Nss. D.I.*, XVII, Torino, 1970.
- BUTTURINI P., *La forma dell'atto di trasferimento della partecipazione azionaria in caso di mancata emissione dei titoli*, in *Contr. e impr.*, 2006.
- CABRAS A., *Le clausole statutarie di deadlock nella riforma del diritto societario*, in *dircomm.it*, V.1, 2006.
- CADMAN J., *Shareholders' agreements*, London, 2004.
- CADORIN F., *OPA collusiva, poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Giur. comm.*, 2020, I.
- CAGNASSO M. – M. IRRERA, *Il trasferimento della partecipazione di controllo nelle società di capitali*, Torino, 1994 (rist. agg.).
- CAGNASSO O. – QUARANTA M., *Profili della circolazione mortis causa delle azioni e delle quote di s.r.l.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2016.
- CAGNASSO O. – SARACINO C., *Il contratto di trasferimento di pacchetti di controllo e le procedure concorsuali*, in *Nuovo dir. soc.*, 2010.
- CAGNASSO O., *Il riporto*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, VIII, Torino, 1984.
- CAGNASSO O., *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017.
- CAGNASSO O., *Trasferimento delle partecipazioni sociali, contratto aleatorio e rescissione per lesione*, in *Giur. it.*, 1992.
- CALABRESE A., *Rescissione per lesione e alienazione di pacchetto azionario "strategico"*, in *Contr. e impr.*, 2002.
- CALABRESI G.- BOBBITT P., *Tragic choices*, New York, 1978.
- CALABRESI G.- MELAMED A.D., *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *Harvard Law Review*, 1972.
- CALABRESI G., *A Common Law for the Age of Statutes*, Cambridge Massachusetts, 1982.
- CALABRESI G., *The Future of Law and Economics. Essays in Reform and Reflection*, New Haven-London, 2016.
- CALANDRA BUONAURA V., *Amministrazione bipersonale, metodo collegiale e clausola di prevalenza del voto del presidente*, in *Giur. comm.*, 1985.
- CALDARONE R. - E. FERRERO E., *Il contratto di acquisizione è un contratto atipico?*, in *Giur. comm.*, 1998.
- CALVO R., *Il trasferimento della «proprietà» nella compravendita di titoli azionari*, in *Contr. e impr.*, 1993.
- CALVOSA L., *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in *Società*, 2019.
- CALVOSA L., *Clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996.
- CALVOSA L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006.
- CALVOSA L., *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1995.
- CALVOSA L., *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999.
- CAMPOBASSO G.F., *Acquisto di proprie azioni*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Milano, 2003.
- CAMPOBASSO G.F., *Coobbligazione cambiaria e solidarietà disuguale*, Napoli, 1974.
- CAMPOBASSO G.F., *Fallimento della società per azioni ed esecuzione dei conferimenti in denaro*, in *Riv. dir. civ.*, 1976.
- CAMPOBASSO G.F., *Prelazione societaria e trasferimento a titolo gratuito di quote di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 1998.

- CAMPOBASSO M., *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019.
- CAMPOBASSO M., *L'imputazione di conoscenza nelle società*, Milano, 2002.
- CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015.
- CAMPOBASSO M., *Vendita del pacchetto azionario di società in liquidazione per perdite*, in *Riv. dir. priv.*, 1996.
- CAPIZZI A., *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure to tender*, in *Giur. comm.* 2014, I, 96.
- CAPOBIANCO E., *L'interpretazione*, in *Trattato Roppo*, Milano, 2006.
- CAPONE M., *Profili applicativi del divieto di alienazione*, in *Vita not.*, 1986.
- CARBONETTI F., *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988.
- CARIELLO V., *"Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo"*, in *Riv. soc.*, 2015.
- CARIELLO V., *«Un formidabile strumento di dominio economico»: contrapposizioni teoriche, "battaglie" finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due guerre mondiali*, in F. BRIOLINI (a cura di), *Principio capitalistico quo vadis*, Torino, 2016.
- CARIELLO V., *A favore di un riequilibrio tra tutela (diritti) dei soci non di controllo e tutela (diritti) dei soci di controllo (nelle sole società controllate c.d. di diritto)*, in *Riv. dir. comm.*, 2018.
- CARIELLO V., *Ascarelli e la comparazione come "attuazione di un progetto ermeneutico"*, in *Riv. dir. comm.*, 2020.
- CARIELLO V., *Gruppi e minoranze non di controllo: dalla tutela risarcitoria a quella "organizzativa" e "procedimentale" (all'alba delle azioni a voto potenziato)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015.
- CARNELUTTI F., *L'interpretazione dei contratti e il ricorso in cassazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1922.
- CARNELUTTI F., *Occhio ai concetti!*, in *Riv. dir. comm.*, 1950.
- CARNELUTTI F., *Sulla distinzione tra quota e azione delle società commerciali*, in *Riv. dir. comm.*, 1915.
- CARNELUTTI F., *Sulla distinzione tra quote e azioni*, in *Riv. dir. comm.* 1915.
- CARNELUTTI F., *Teoria giuridica della circolazione*, Padova, 1933.
- CARNELUTTI F., *Titoli di credito*, in *Riv. dir. comm.*, 1933.
- CARNELUTTI F., *Usucapione della proprietà industriale*, Milano, 1938.
- CARNEVALI U., *Garanzie per vizi dei beni sociali nella cessione di azioni*, in *Società*, 1992.
- CARPINO B., *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Tratt. Bessone*, vol. XIV, Torino 2007.
- CARRARO G., *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, 2004.
- CARRASSI C., *"Escrow agreements" nel diritto inglese ed il contratto di distribuzione di prodotti sofisticati*, in *Giur. it.*, 1991.
- CARRIÈRE P., *Le operazioni di portage azionario. Tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, 2008.
- CARTA N., *Vizi occulti nella vendita di azioni ed obbligazioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1914.
- CASANOVA M., *Studi sulla teoria dell'azienda*, Roma, 1938.
- CASELLA M., *Il contratto e l'interpretazione*, Milano, 1961.
- CASELLA M., *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973.
- CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, Amsterdam, 2010.
- CASSOTTANA M., *Rappresentazioni e garanzie nei conferimenti d'azienda in società per azioni*, Milano, 2006.
- CASSOTTANA M., *Rappresentazioni e garanzie nei conferimenti d'azienda in società per azioni*, Milano, 2006.
- CASTELLANO G., *Fine delle clausole di gradimento?*, in *Giur. comm.*, 1978.
- CASTRONOVO F., *Autonomia contrattuale e disponibilità dell'integrazione. La merger clause dal diritto americano a quello italiano*, Torino, 2017.
- CASTRONOVO F., *Tecniche di redazione del contratto dal common law statunitense al diritto italiano: conseguenze sul piano della prova del contratto nel nostro ordinamento*, in *Contr. e impr.*, 2019.

- CASTRONOVO F., *The Americanization of Contract Law: the Merger Clause in the European Perspective*, in *Ann. dir. comp.*, 2017.
- CATERINA R., *Sub art. 978 c.c.*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, Milano, 2008.
- CATRICALÀ A., voce *Patto di preferenza*, in *Enc. dir.*, Milano, 1982.
- CECCHINI A., *La promessa del fatto del terzo*, in *Riv. dir. civ.*, 1999.
- CELENTANO P., *Le sezioni specializzate in materia d'impresa*, in *Società*, 2012.
- CENTONZE M., *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I.
- CERONI C., *Simulazione e patti parasociali*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1990.
- CERRAI A.-MAZZONI A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993.
- CERVELLI S., *La cessione di azioni o di quote e le clausole di earn-out*, in *Riv. dir. impr.*, 2000.
- CHAUDRY F., *The promise and paradox of Max Weber's legal sociology: the «categories of legal thought» as types of meaningful action and the persistence of the problem of judicial legislation*, in *Southern California Interdisciplinary Law Journal*, 2011.
- CHENG T.K., *The Corporate Veil Doctrine Revisited: A Comparative Study of the English and the U.S. Corporate Veil Doctrines*, in *Boston College International and Comparative Law Review*, 2011.
- CHÉRON A., *La jurisprudence sur les clauses d'inaliénabilité. Sa logique, ses limites*, in *Rev. trim. dr. civ.*, 1906.
- CHERUBINI M.C., *In tema di rapporti tra promessa del fatto del terzo e garanzie del credito*, in *Contr. e impr.*, 1989.
- CHERUBINI M.C., *La promessa del fatto del terzo*, Milano, 1992.
- CHIASSONI P., *Law and economics. L'analisi economica del diritto negli Stati Uniti*, Torino, 1992.
- CHIOMENTI F., *Il titolo di credito (fattispecie e disciplina)*, Milano, 1977.
- CIAFFI A., *Morte del socio, patto di opzione, divieto di patti successori e principio di libera trasferibilità delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1995.
- CIAN M., *Clausola statutaria di prelazione e conferimento di azioni in società interamente posseduta*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II.
- CIAN M., *L'azienda tra diritto dei beni e regolazione dei fatti d'impresa – Prolegomena*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I.
- CIAN M., *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *Riv. soc.*, 2010.
- CIAN M., *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014.
- CIAN M., *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018.
- CIAN M., *Società di mero godimento tra azione in simulazione e Durchgriff*, in *Giur. comm.*, 1998, I.
- CIAN M., *Strumenti finanziari dematerializzati, diritto cartolare e diritto societario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005.
- CIAN M., *Sub art. 2355 c.c.*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano 2016.
- CICATELLI E., *Note in tema di change of control e margini di operatività delle clausole di prelazione statutaria*, in *Società*, 2018.
- CINCOTTI C., *Il contratto di acquisizione di azienda mediante conferimento nella s.p.a.*, Milano, 2009.
- CIRINO POMICINO S., *Clausola di aggiustamento del prezzo*, in M. CONFORTINI (a cura di), *Clausole negoziali*, Torino, 2017.
- CISTARO M., *Il mercato del controllo societario. Note per una teoria generale della libera concorrenza*, Milano, 2015.
- COASE R., *The problem of social cost*, in *Journal of Law and Economics*, 1960.
- COCO G., *Luci e ombre nella tutela dell'acquirente di partecipazioni sociali*, in *Contr. e impr.*, 2005.

- COFFEE JR. J.C., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Columbia Law Review*, 1991.
- COFFEE JR. J.C., *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of the Law in the Separation of Ownership and Control*, in *Yale Law Journal*, 2001.
- COHEN Z., *Fiduciary duties of controlling shareholders: a comparative view*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 1991.
- COHN S.R., *Tender Offers and the Sale of Control: An Analogue to determine the Validity of Target Management Defensive Measures* in *Iowa Law Review*, 1981.
- COLESANTI V., *Divagazioni processuali in tema di dichiarazioni di garanzia e legittimazione all'indennizzo nella vendita di "pacchetti azionari"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013.
- COLOMBO G.E., *La "riserva" azioni proprie*, in G. CASTELLANO (a cura di), *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, Milano, 1986.
- COLOMBO G.E., *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978.
- COMINO S.-A. NICOLÒ-P. TEDESCHI, *Termination clauses in partnerships*, in *European Economic Review*, 2010.
- COMOGLIO P., *Il giudice specializzato in materia d'impresa. Problemi e prospettive*, Torino, 2014.
- COMPORITI M., *Divieti di disposizione e vincoli di destinazione*, in *Studi in onore di P. Rescigno*, Milano, 1998.
- COMPORITI M., *Formalismo e realismo in tema di diritto soggettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 1970.
- CONFORTINI C., *Clausole di rappresentazione e garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019.
- CONFORTINI C., *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, Milano, 2020.
- CONTE G., *La vendita di pacchetti azionari*, in GITTI G.- MAUGERI M.- NOTARI M. (a cura di), *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati, società*, Bologna, 2012.
- COOTER R. - U. MATTEI - P.G. MONATERI - R. PARDOLESI - T. ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999.
- CORRADI M.C., *Le partecipazioni societarie che non veicolano il controllo: riflessioni di economia e diritto antitrust*, in *Riv. dir. comm.*, 2007
- CORRIAS P., *Garanzia pura e contratti di rischio*, Milano, 2006.
- CORRIAS P., *La responsabilità dell'alienante per la consistenza del patrimonio nelle vendite di partecipazioni azionarie di controllo*, in *Resp. civ. e prev.*, 2005.
- CORSINI F., *La risoluzione dei contrasti nell'amministrazione sociale mediante «arbitrato gestionale»*, in *Società*, 2003.
- CORVESE G.C., *Azioni di risparmio*, in AA.VV., *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo" societario*, Milano, 2002.
- COSSU M.C., *Covendita, tag along e cessione della nuda proprietà*, in *Giur. it.*, 2018.
- COSTANTINI J., *Alternative mutual offer (Russian Roulette) a way to end a joint venture*, in *International Business Law Journal*, 1997.
- COSTANZA M., *Il patto di prelazione*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale* (fondata da Bigiavi). *I contratti in generale* (diretto da Alpa e Bessone). *I requisiti del contratto*, Torino, 1991.
- COSTI R., *Enzo Buonocore: un classico della dottrina commercialistica*, in *Giur. comm.*, 2012.
- COSTI R., *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004.
- COTTINO G., *Commento sub art. 1548 c.c.*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1970, G. RAGUSA MAGGIORE, *Riporto* (voce), in *Enc. dir.*, XL, Milano, 1989.
- COTTINO G., *Contrattualismo e istituzionalismo. (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005.
- COTTINO G., *La rappresentanza in assemblea e le limitazioni convenzionali dell'esercizio del voto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958.

- COTTINO G., *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958.
- COTTINO G., *Prestazioni accessorie e poteri dell'assemblea*, in *Riv. soc.*, 1962.
- COURIR E., *Limiti alla responsabilità imprenditoriale e rischi dei terzi*, Milano, 1997
- COVIELLO L.JR., *Il divieto negoziale di alienazione e l'art. 288 capv. del progetto del III libro del codice civile*, in *Riv. dir. civ.*, 1937.
- CRISCUOLO F., *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995.
- CRIVELLARO A. (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989*, Milano, 2017. C.F. GIAMPAOLINO, *L'esecuzione dello SPA relativo alla maggioranza delle partecipazioni e la posizione dei terzi (Gestione interinale; earn out; drag-along)*, in *Giur. comm.*, 2018.
- CROSIO S.-GREGORI C., *Acquisizione di società ad elevato contenuto tecnologico: clausole di earn-out e dichiarazioni e garanzie del venditore*, in *Contr. impr.*, 2000.
- CUFFARO V., *Divieto di patti successori e clausole statutarie c.d. di consolidazione*, in *Giur. it.*, 2011.
- CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I.
- CUSHING H.A., *Voting Trusts. A Chapter in Recent Corporate History*, New York, 1915.
- D'AIELLO G.M., *Metonimie e diritto societario (a proposito di acquisto di partecipazioni, vizi dei beni sociali e garanzie implicite)*, in *Riv. dir. soc.*, 2012.
- D'ALESSANDRO C., *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003.
- D'ALESSANDRO C., *Patti di «co-vendita» (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010.
- D'ALESSANDRO F., *Amministratori di società di capitali e potere di rappresentanza cambiaria*, in *Giust. civ.*, 1981.
- D'ALESSANDRO F., *Contratto sociale simulato e «superamento» della personalità giuridica in una sentenza della Corte Suprema*, in *Giust. civ.*, 1989.
- D'ALESSANDRO F., *Il fenomeno societario tra contratto e organizzazione*, in *Giur. comm.*, 2017.
- D'ALESSANDRO F., *Società: scioglimento e liquidazione*, in *Giur. merito*, 1988.
- D'ALESSANDRO F., *Fattispecie e disciplina del titolo azionario*, in *Riv. dir. civ.*, 1971.
- D'ALESSANDRO F., *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968.
- D'ALESSANDRO F., *La «provincia» del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003.
- D'ALESSANDRO F., *Obbligo di risarcire i danni a carico del terzo acquirente di quota sociale per mancato rispetto del patto di prelazione?*, in *Giur. comm.*, 1975, II.
- D'ALESSANDRO F., *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1992.
- D'ALESSANDRO L., *La cooperazione del mandante nel rapporto di gestione*, Milano 2002.
- D'AMICO G. -S. PAGLIANTINI-F. PIRAINO, *I nuovi marziani*, 2017, Torino.
- D'ATTORRE G., *Il principio di uguaglianza tra soci*, Milano, 2007.
- D'AURIA M., *Clausole di consolidazione societaria e patti successori*, in *Riv. not.*, 2003.
- D'ORTA A.M., *Drag along a prezzo predefinito: elusione del divieto di patto leonino?*, in *Riv. dir. comm.*, 2018.
- DACCÒ A., *Alcune riflessioni in merito a recenti orientamenti in materia di gruppi societari nel diritto statunitense*, in *Riv. soc.*, 1997.
- DACCÒ A., *Il recesso nelle s.p.a.*, in O. CAGNASSO-L. PANZANI (a cura di), *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2010.
- DAINO G., *Tecniche di soluzione del «deadlock»: la disciplina contrattuale nel disaccordo tra soci nelle joint ventures paritarie*, in *Dir. comm. int.*, 1988.
- DALLA MASSARA T., *Garanzie convenzionali in tema di cessione di partecipazioni: una proposta ricostruttiva*, in *Riv. dir. civ.*, 2016.
- DALLA MASSARA T., *L'onere della prova dei vizi del bene venduto al vaglio delle Sezioni Unite: resistenza e resilienza del modello della garanzia*, in *Contratti*, 2019.
- DALMARTELLO A., *I rapporti giuridici interni nelle società commerciali*, Milano, 1937.
- DALMARTELLO A., *L'esclusione dei soci dalle società commerciali*, Padova, 1937.

- DALMARTELLO A., *La concezione unitaria della società attraverso i suoi aspetti di contratto, di atto complesso, di persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1933.
- DALMARTELLO A., *Le società di fronte alla circolazione delle proprie azioni*, in *Riv. soc.*, 1965.
- DALMARTELLO A., *Società tipiche e clausole atipiche*, in *Riv. dott. comm.*, 1960.
- DALMARTELLO A., *Vendita di azioni con garanzia di una determinata consistenza patrimoniale della società che le ha emesse*, in *Scritti in memoria di Alessandro Graziani. Impresa e società*, I, Napoli, 1968.
- DAMBROSIO L., *Variazioni sul patto atipico di manleva*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018.
- DAMMANN J., *The controlling shareholder's general duty of care: a dogma that should be abandoned*, in *University of Illinois Law Review*, 2015.
- DATTILO G., *Tipicità e realtà nel diritto dei contratti*, in *Riv. dir. civ.*, 1984.
- DAVID R., *Il diritto del commercio internazionale: un nuovo compito per i legislatori nazionali o una nuova lex mercatoria?*, in *Riv. dir. civ.*, 1976.
- DAVIES P.L., *The notion of equality in european takeover regulation*, in J. PAYNE (a cura di), *Takeover in English and German Law*, Oxford, 2002.
- DAVIS P.L.-GOVER C.B., *Gover's Principles of Modern Company Law*⁶, London, 1997.
- DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.
- DE BLASIO A., *La legge italiana sulle OPA e le normative europee ed USA*, Milano, 1994.
- DE CORDT Y., *La réforme du droit belge des sociétés*, in *Revue des sociétés*, 2019.
- DE CUPIS A., voce *Usufrutto (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, XLV, Milano, 1991.
- DE FERRA G., *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, Milano, 1964.
- DE FRUTOS M.A.-T. KITTSTEINER, *Efficient partnership dissolution under buy-sell clauses*, in *The RAND Journal of Economics*, 2008.
- DE GREGORIO A., *Corso di diritto commerciale (1944-1945)*, 1. *Imprenditori-società*, Città di Castello, 1945.
- DE LUCA N. – G.M., D'AIELLO, *Clausole arbitrali non conformi all'art. 34 d.lgs. 5/2003 e responsabilità del notaio*, in *Riv. not.*, 2016.
- DE LUCA N.-A. NAPOLITANO, *Maggioranze rafforzate e principio di "autoprotezione". Note sull'interpretazione degli statuti secondo comune intenzione e buona fede*, in *Società*, 2016.
- DE LUCA N., *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013.
- DE LUCA N., *Appunti su titoli di credito nominativi e azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015.
- DE LUCA N., *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007.
- DE LUCA N., *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016.
- DE LUCA N., *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019.
- DE LUCA N., *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012.
- DE LUCA N., *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004.
- DE LUCA N., *Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater t.u.f.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012.
- DE LUCA N., *Raggruppamento di azioni e riscatto obbligatorio dei resti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014.
- DE LUCA N., *Titolarietà vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e «proprietà nascosta» di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010.
- DE MARCHIS P., *La cessione di pacchetti azionari e la teoria della presupposizione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1992, I.
- DE MARIA F., *La compravendita di azioni non quotate*, Padova, 1994.
- DE MATTEIS L., *La clausola di trascinarsi inserita nello statuto di una società a responsabilità limitata e criteri redazionali*, in *Giur. comm.*, 2017.

- DE NOVA G., «The law which governs this agreement is the law of the Republic of Italy»: il contratto alieno, in *Dir. comm. int.*, 2007.
- DE NOVA G., *I contratti atipici e i contratti disciplinati da leggi speciali: verso una riforma?*, in *Riv. dir. civ.*, 2006.
- DE NOVA G., *Il carattere vincolante dei patti parasociali*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2014.
- DE NOVA G., *Il contratto alieno*², Torino, 2010.
- DE NOVA G., *Il sale and purchase agreement: un contratto commentato*, Torino, 2011.
- DE NOVA G., *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974.
- DEL LINZ M., *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012.
- DEL PRATO E., *Categorie "internazionalprivatistiche" ed istituti civilistici*, in *Riv. dir. civ.*, 2007.
- DELFINI F., *Norme dispositive e determinazione del contenuto del contratto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2020.
- DELFINI F., *Principio consensualistico e autonomia privata*, in *Riv. dir. priv.*, 2013.
- DELLE VERGINI L., *L'usufrutto nelle aule di giustizia*, in *Società*, 2016.
- DENOZZA F., *In viaggio verso un mondo re-incantato? Il crepuscolo della razionalità formale nel diritto neoliberale*, in *ODCC*, 2016.
- DENOZZA F., *Le fonti private del diritto commerciale tra mercato e politica*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, a cura di V. DI CATALDO-P. SANFILIPPO, Milano 2008.
- DENOZZA F., *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002.
- DENOZZA F., *Sopravvivenza (ma entro quali limiti?) delle clausole di gradimento*, in *Giur. comm.*, 1979.
- DENTAMARO A., *Autonomia statutaria e circolazione delle azioni*, Milano, 2013.
- DENTAMARO A., *Equity crowdfunding, trasferimento del controllo e strumenti a difesa dell'investitore. qualche problema applicativo?*, in *giustiziacivile.com*, 2017.
- DENTAMARO A., *I limiti convenzionali statuari alla circolazione delle azioni tra disciplina e prassi applicativa*, in *Scritti in onore di Ermanno Bocchini*, II, Padova, 2016.
- DENTAMARO A., *Limiti convenzionali statuari alla circolazione delle azioni. Commento all'art. 2355-bis c.c.*, in N. ABRIANI (a cura di), *Codice commentato delle Società*, Milano, 2016.
- DENTAMARO A., *Sub art. 2355 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino-G. Bonfante - O. Cagnasso -P. Montalenti., vol. 2 (artt. 2325-2409 c.c.), Bologna, 2004.
- DENTAMARO A., *Validità della clausola di prelazione adottata a maggioranza*, in *Società*, 2005.
- DESANA E., *Opa e tecniche di difesa: dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Milano, 2003.
- DI BITONTO C., *Clausola statutaria di drag along: chi era costei?*, in *Società*, 2008.
- DI BITONTO C., *Diritto statutario di co-vendita ("tag-along") collegato al cambio di controllo e vendita della nuda proprietà di azioni*, in *Società*, 2013.
- DI BITONTO C., *Diritto statutario di co-vendita, cessione di nuda proprietà azionaria e cambio di controllo*, in *Società*, 2018.
- DI BITONTO C., *Le clausole di "cambio-di-controllo nel prisma dell'ordinamento italiano: profili contrattuali e societari*, in *Società*, 2020.
- DI CATALDO V., *Liti societarie e composizioni stragiudiziali*, in *Giur. comm.*, 2019.
- DI CECCO G., *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, 2013.
- DI CECCO G., *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la riforma*, in *Riv. dir. impr.*, 2005.
- DI FABIO M., *Riforma societaria e circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Riv. not.*, 2003.
- DI MARZIO F., *sub art. 1379. Divieto di alienazione*, in *Commentario Cendon*, 2010.
- DI PACE P., *Il negozio per relationem*, Torino, 1940.
- DI SABATO F., *Cessione di azienda e cessione di pacchetti di riferimento: appunti per una riflessione sulla prassi contrattuale*, in AA.VV., *Impresa e tecniche di documentazione giuridica*, Milano, 1990.
- DI SABATO F., *Diritto delle società*³, Milano, 2011.
- DICK A.-ZINGALES L., *Private Benefits of Control — An International Comparison*, in *The Journal of Finance*, 2004.

- DIGNAM A. – OH P.B., *Disregarding the Salomon Principle: An Empirical Analysis, 1885–2014*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2019.
- DIVIZIA P., *Circolazione della partecipazione sociale e limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Riv. not.*, 2012.
- DIVIZIA P., *Clausola di prelazione in favore del terzo estraneo alla compagine sociale*, in *Notariato*, 2012.
- DIVIZIA P., *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Notariato*, 2011.
- DIVIZIA P., *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009.
- DIVIZIA P., *Il patto parasociale di “first offer and first refusal”*, in *Società*, 2018.
- DIVIZIA P., *Patto di opzioni put and call*, in *Notariato*, 2017.
- DIVIZIA P., *Patto parasociale di russian roulette*, in *Società*, 2018.
- DOLLINGER M., *The fair squeeze-out compensation*, Paderborn, 2008.
- DOLMETTA A.A., *Exceptio doli generalis*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998.
- DOLMETTA A.A., *I rimedi per la violazione delle norme imperative nel diritto societario prima del d.lgs. 5/2003. Un frammento di storia delle idee*, in *Vita not.*, 2003.
- DOLMETTA A.A., *Sulle conseguenze civilistiche dell’acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge*, in *Riv. soc.*, 1996.
- DONATI A., *L’invalidità della deliberazione di assemblea delle società anonime*, Milano, 1937.
- DONATIVI V., *Questioni varie in tema di patti parasociali “atipici”*, in *Riv. dir. comm.*, 2010.
- DONATIVI V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I.
- DRAETTA U. – R. LAKE – V. NANDA, *Breach and Adaption of International Contracts. An introduction to Lex Mercatoria*, Butterwords, 1992.
- DRAETTA U., *Alcune clausole di adeguamento del prezzo a seguito di verifica contabile nei contratti di acquisto di partecipazioni azionarie*, in *Dir. comm. int.*, 1991.
- DRAETTA U., *Il diritto dei contratti internazionali. La patologia dei contratti*, Padova, 1988.
- DRAETTA U., *La Battle of Forms nella prassi del commercio internazionale*, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 1986.
- DRAETTA U., *Un esempio di russian roulette clause per la soluzione di dead-locks*, in *Dir. comm. int.*, 1992.
- DUBOLINO C. – F. COSTA, voce *Promessa del fatto del terzo*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, XV, Torino, 1996.
- DUVIA P., *La denuntiatio nella prelazione volontaria*, Milano, 2005.
- DYCK A. – ZINGALES L., *Private benefits of control: an international comparison*, in *Journal of Finance*, 2004.
- EASTERBROOK F.H. – FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Massachusetts, 1996.
- EISENBERG M.A., *The Limits of Cognition and the Limits of Contracts*, in *Stanford Law Review*, 1995.
- EISENBERG M.A., *The Structure of Corporation Law*, in *Columbia Law Review*, 1989.
- ENRIQUES L., *Il conflitto d’interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000.
- ENRIQUES L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori: la disciplina dell’opa*, Bologna, 2002.
- EREDE S., *Clausole di prelazione sociale e parasociale: tipi ed effetti*, in F. BONELLI E P.G. JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993.
- ERRICO R., *La cessione di quote*, in A. DI AMATO (a cura di), *I contratti di impresa*, Milano, 2020.
- ESU M., *Riserva di usufrutto e alienazione di nuda proprietà*, in *Riv. dir. civ.*, 1974.
- FABBRINI L., *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. comm.*, 2009, II.
- FABRIS P., *Mandato di escrow agent*, in *Contratti*, 2003.
- FACCI M., *La clausola di roulette russa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020.
- FARENZA L., *I contratti parasociali*, Milano, 1987.
- FARENZA L., *Spunti ricostruttivi in tema di prelazione convenzionale societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1989.
- FARNSWORTH E.A., *Meaning in the Law of Contracts*, in *Yale Law Journal*, 1967.

- FARNSWORTH E.A., *Precontractual Liability and Preliminary Agreements: Fair Dealing and Failed Negotiations*, in *Columbia Law Review*, 1987.
- FAUCEGLIA G., *Arbitraggio e determinazione del valore della quota nella disciplina del recesso nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. it.*, 2007.
- FAUCEGLIA G., *Diritto di prelazione e trasferimento fiduciario del titolo azionario*, in *Giur. merito*, 1989.
- FAUCEGLIA G., *La regola maggioritaria nella società azionaria: il lento declino della legge della ragione e la crisi del capitalismo*, in *Disciplina delle società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini*, I, *Principi e metodo. Società e organizzazione*, Roma, 2020.
- FAUCEGLIA G., *La "sopravvivenza" del principio maggioritario nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2019.
- FAUCEGLIA G., *Recesso del socio ed "aggravio indiretto" dei diritti di voto*, in *Giur. comm.*, 2015.
- FAUCEGLIA G., voce *Patti parasociali*, in *Enc. dir.*, V agg., Milano, 2001.
- FERRARA F. JR., *La teoria giuridica dell'azienda*², Firenze, 1949.
- FERRARI A., *L'abuso del diritto nelle società*, Padova, 1998.
- FERRARINI G., «Un'azione -un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006.
- FERRARINI G., *I costi dell'informazione societaria per le Pmi: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi giur. econ.*, 2013.
- FERRI G. JR., *Prelazione statutaria e potere di riscatto*, in *Giur. comm.*, 2015.
- FERRI G., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966.
- FERRI G., *Il concetto di titolo di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1940.
- FERRI G., *Incidenza delle obbligazioni sociali nei rapporti tra cedente e cessionario di quota sociale*, in *Foro it.*, 1936.
- FERRI G., *L'estinzione del titolo di credito*, in *Scritti giuridici*, II, Napoli, 1990.
- FERRI G., *La teoria «realistica» dei titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1972.
- FERRI G., *La tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Dir. e prat. comm.*, 1932.
- FERRI G., *Le società*³, in F. VASSALLI (diretto da), *Trattato di diritto civile italiano*, Torino, 1987.
- FERRI G., *Presupposti dell'efficacia traslativa nell'alienazione di diritti incorporati in titoli nominativi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1949.
- FERRI G., *Validità dei sindacati azionari*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1949.
- FERRI G. JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.
- FERRI G. JR., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura in società per azioni: considerazioni generali*, in *Riv. soc.*, 2009.
- FERRO LUZZI P., *I contratti associativi*, Milano, 1971.
- FERRO LUZZI P., *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1993.
- FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005.
- FESSIA F.P., *Clausola di redditività: una garanzia sui generis all'interno dell'attività negoziale*, in *Contratti*, 2011.
- FEZZA F., *La vendita di partecipazioni sociali*, in V. BUONOCORE – A. LUMINOSO – G. FAUCEGLIA (a cura di), *Codice della vendita*, Milano, 2018.
- FEZZA F., *Spunti per un'indagine sulla vendita dei pacchetti azionari*, in *Giur. comm.*, 2000, I.
- FICI A., *Compravendita di partecipazioni sociali e mancanza di qualità*, in *Giust. civ.*, 2008.
- FIGÀ G.-TALAMANCA-F. FERIOLI-M. RASTIELLO, *Controllo e sindacati azionari nelle società quotate italiane*, in *Riv. dir. soc.*, 2010.
- FIGÀ TALAMANCA G., *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*, Milano, 1997.
- FIGONE A., *Cessione di quote sociali ed oggetto del negozio*, in *Società*, 2000.
- FIGONE A., *Limiti statuari alla circolazione delle azioni*, in *Società*, 1997.
- FINZI E., *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932.

- FIORELLA R., *L'exceptio doli sollevata avverso le persone giuridiche nella circolazione dei titoli azionari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016.
- FIorentino A., *Comproprietà e consufrutto di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1946.
- FIorentino A., *La «consegna» nell'alienazione dei titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1948.
- FIorentino A., *Le «azioni» di società come titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1948.
- FLATTET G., *La dissociation des droits de l'action*, in *Mélanges Francois Guisan*, Lousanne, 1950.
- FLEISCHER H.- S. SCHNEIDER, *Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations. An Approach from Comparative Law and Economic Theory*, in *Max Planck Private Law Research Paper No. 11/13*, 2012
- FOIS C., *Clausola di gradimento e organizzazione della società per azioni*, Milano, 1979.
- FORESTA D., *La prelazione societaria*, in *Contratti*, 2019.
- FORNASARI F., *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giur. comm.*, 2019.
- FORNASIERO G., *Organizzazione e intuitus nelle società*, Padova, 1984
- FORTUNATO S., *Sull'abuso del diritto e sull'abuso dell'abuso*, in *Riv. dir. civ.*, 2019.
- FOSCHINI M., *Sull'intestazione fiduciaria dei titoli azionari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1962.
- FRANCESCHELLI V. – LEHMANN M., *Superamento della personalità giuridica e società collegate: sviluppi di diritto continentale*, in AA.VV., *Responsabilità limitata e gruppi di società*, Milano, 1987.
- FRANCHI M., *In tema di violazione della clausola di prelazione statutaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016.
- FRANZONI M., *La rilevanza del contratto verso i terzi*, in V. ROPPO-A. D'ANGELO (diretto da), *Annuario del contratto*, Torino, 2014.
- FRÈ G., *I sindacati azionari e l'inalienabilità delle azioni sindacate*, in *Riv. dir. comm.*, 1931.
- FREGONARA E.- MONTEVERDE A., *L'abuso del diritto nelle società di capitali*, in *Giur. it.*, 2015.
- FREGONARA E., *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016.
- FREGONARA E., *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013.
- FREGONARA E., *Le clausole di gradimento nel nuovo sistema societario tra «apertura» e «chiusura»*, in *Contr. e impr.*, 2003.
- FRIGENI C., *La partecipazione fiduciaria nel diritto vivente*, in *Riv. dir. civ.*, 2013.
- FRIGENI C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009.
- FRIGNANI A., *Il contratto internazionale*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, XII, Padova, 1990.
- FRIGNANI A., voce «Venture capital», nel *Noviss. Digesto it.*, Appendice, VII, Torino, 1987.
- FUNAJOLI C.A., voce «Divieto di alienazione», in *Enc. dir.*, Milano, XIII, 1964.
- FURGIUELE L., *Trasferimento della partecipazione e legittimazione nelle società di capitali*, Milano, 2013.
- FUSARO A., *Il divieto contrattuale di alienazione*, in *I contratti in generale*, a cura di Alpa-Bessone, *Aggiornamenti 1991-1998*, in *Giur. sist. Bigiavi, Contratti*, IV, I, Torino, 1998.
- FUSARO A., *Il divieto contrattuale di alienazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1989.
- GABRIELLI E., *Autonomia privata ed esclusione dei rimedi contrattuali. (Brevi spunti di riflessione sulla clausola di exclusive remedy)*, in *Riv. dir. comm.*, 2018.
- GABRIELLI E., *Autonomia privata ed esclusione dei rimedi contrattuali. (Brevi spunti di riflessione sulla clausola di exclusive remedy)*, in *Riv. dir. comm.*, 2018.
- GABRIELLI E., *Giorgio De Nova e lo studio della nullità contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2016.
- GABRIELLI E., *Il contenuto e l'oggetto*, in E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti in generale, Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, I, 2006.
- GABRIELLI E., *L'operazione economica nella teoria del contratto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2009.
- GABRIELLI G. – V. FRANCESCHELLI, voce «Contratto preliminare (dir. civ.)», in *Enc. giur.*, IX, Roma, 1988.
- GABRIELLI G., *Il contratto preliminare*, Milano, 1970.

- GABRIELLI G., *Il rapporto giuridico preparatorio*, Milano, 1974.
- GAGLIARDI G. -M. MOLINARI, *Società 50-50, come risolvere eventuali dissidi?*, in *Amministrazione e finanza*, 2013.
- GALGANO F., *Cessione di partecipazioni sociali e superamento dell'alterità soggettiva tra socio e società*, in *Contr. impr.*, 2004.
- GALGANO F., *Degli effetti del contratto*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1993.
- GALGANO F., *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contr. e impr.*, 2000.
- GALGANO F., *Il concetto di titoli di credito*, in *Contr. e impr.*, 2009.
- GALGANO F., *Il paradosso dei sindacati di voto*, in *Contr. e impr.*, 1995.
- GALGANO F., *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Padova, 1960.
- GALGANO F., *Le clausole generali fra diritto comune e diritto societario*, in G. MERUZZI – G. TANTINI (a cura di), *Le clausole generali nel diritto societario*, in *Trattato Galgano*, Padova, 2011.
- GALGANO F., *Le insidie del linguaggio giuridico*, Bologna, 2010.
- GALGANO F., *Lex mercatoria*, Bologna, 2001.
- GALLEANO A., *Brevi note in tema di interpretazione delle clausole di prelazione statutaria*, in *Riv. dir. soc.*, 2019.
- GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000.
- GALLO P., *Errore sul valore, giustizia contrattuale e trasferimenti ingiustificati di ricchezza alla luce dell'analisi economica del diritto*, in *Quadrim.*, 1992.
- GAMBARO A., *Contratto e regole dispositive*, in *Riv. dir. civ.*, 2004.
- GAMBARO A., *Diritto di proprietà*, nel *Trattato Cicu - Messineo*, Milano, 1995.
- GAMBARO F.L., *Arbitraggio e perizia contrattuale nelle clausole Price Adjustment ed Earn Out*, in *Riv. dir. priv.*, 2014.
- GAMBARO F.L., *Mergers & acquisitions. La formazione progressiva dei contratti di acquisizione e dismissione*, Milano, 2013.
- GAMBINO A., *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. comm.*, 1996.
- GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'ordinamento della società per azioni*, Milano, 1987.
- GAMBINO A., *La responsabilità dell'impresa e la gestione*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa*, Milano, 2006, 77 ss.
- GARGANTINI M., *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino.
- GASPERONI N., *Convenzioni di esonero dalle perdite e titoli azionari*, in *Dir. e prat. comm.*, 1940.
- GASPERONI N., *Le azioni di società*, Padova, 1942.
- GATTI M., *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004.
- GATTI S., *Casi di discussa applicabilità delle clausole statutarie di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1973.
- GATTI S., *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il D.lgs. n. 6 del 2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2003.
- GATTI S., *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, 1975.
- GAZZONI F., *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, Milano, rist. 2017.
- GERVASONI A.-F. SATTIN, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, 2008.
- GHIDINI M., *Società personali*, Padova, 1972.
- GHIONNI CRIVELLI VISCONTI P., *Modifica statutaria dei quozienti assembleari di s.p.a. ed insussistenza del recesso per mutamento dei diritti di voto o di partecipazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018.
- GHIONNI P., CRIVELLI VISCONTI P., *Sulla temporaneità del divieto di trasferimento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 2011.
- GIAMPAOLINO C.F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I.

- GIAMPAOLINO C.F., *Clausole di co-vendita (drag-along) ed “equa” valorizzazione dell’azione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009.
- GIAMPAOLINO C.F., *Le azioni speciali*, Milano, 2004.
- GIAMPAOLINO C.F., *Stabilizzazione della compagine sociale e clausole di lock up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008.
- GIAMPIERI A., *Partecipazione azionaria temporanea, put a prezzo preconcordato del diritto di exit*, in *Contr. e impr.*, 2019.
- GIANNATTASIO C., *Sulla validità del raggruppamento di azioni in presenza di resti*, in *Giust. civ.*, 1969.
- GILOTTA S., *Diritto di recesso che consegue all’inizio dell’attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2014.
- GILSON R.J. – GORDON J.N., *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, in *Columbia Law Review*, 2013.
- GINEVRA E. – PRESCIANI C., *Sovereign Wealth Fund Transparency and the European Rules on Institutional Investor Disclosure*, in *Giur. comm.*, 2019.
- GINEVRA E., *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Torino, 2012.
- GIRELLO G., *La cessione di partecipazioni di riferimento*, in *Contratti*, 2003.
- GIRELLO G., *Risoluzione dello stallo gestionale mediante ricorso all’art. 37 D.Lgs. n. 5/2003*, in *Società*, 2005.
- GITTI G. – DELFINI F., *Autonomia privata e tipizzazione contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2007.
- GIULIANELLI S., *Alienazione di partecipazioni societarie, autonomia patrimoniale della società e principi di correttezza e buona fede*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, II.
- GOLDBERG J.C.P. -H.E. SMITH, P.G. TURNER, *Equity and Law*, Cambridge, 2019.
- GOLDMAN B., *Frontieres du droit et la lex mercatoria*, in *Arch. phil. droit*, 1964.
- GOMTSIAN S., *Private Ordering of Exit in Limited Liability Companies: Theory and Evidence from Business Organization Contracts*, in *American Business Law Journal*, 2016.
- GORDON SMITH D. et al., *Private Ordering with Shareholder Bylaws*, in *Fordham Law Review*, 2011.
- GORLA G., *Causa, consideration e forma nell’atto di alienazione inter vivos*, in *Riv. dir. comm.*, 1952.
- GORLA G., *In tema di interpretazione degli statuti sociali*, in *Temi*, 1946, I.
- GOWER L. – P. DAVIES, *The principles of modern company law*⁹, London, 2012.
- GRANELLI C. – VETTORI G., *Prelazione e gradimento nella circolazione delle partecipazioni sociali*, Padova, 1997.
- GRASSETTI C., *Clausola del negozio*, in *Enc. dir.*, Milano, 1960.
- GRASSETTI C., *Intorno al principio di gerarchia delle norme di interpretazione*, in *Foro it.*, 1941.
- GRASSETTI C., *Trust anglosassone, proprietà fiduciaria e negozio fiduciario*, in *Riv. dir. comm.*, 1936.
- GRAZIANI A., *In tema di limiti alla trasferibilità delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1954.
- GRAZIANI A., *Patto leonino e contratto di garanzia*, in *Studi di diritto civile e commerciale*, Napoli, 1953.
- GRECO P., *Garanzie di utili e retribuzione di apporti nel contratto di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1932.
- GRECO P., *I diritti sui beni immateriali*, Torino, 1948.
- GRECO P., *Sul patto di prelazione per la cessione di una quota di accomandante*, in *Riv. dir. comm.*, 1948.
- GRECO P., *Sulla necessità del procedimento legale di liquidazione per le società soggette a registrazione*, in *Foro pad.*, 1951.
- GRIPPA F., *Il “giusto” prezzo delle azioni nelle operazioni di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, 2016.
- GRIPPO G., *Incorporazione di una società per azioni esercente il credito in un istituto di credito di diritto pubblico, pregiudizio dello status socii e situazione patrimoniale*, in *Giur. comm.*, 1978.
- GRISERI S., *Della prelazione legale e volontaria: struttura del rapporto e opponibilità del diritto “a essere preferiti”*, in *Giur. it.*, 2012.
- GROSSMAN S.-HART O., *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, in *Journal of Political Economy*, 1986.

- GROSSMAN S.J. –HART O.D., *One Share One Vote and the Market for Corporate Control*, in *Journal of Financial Economics*, 1988.
- GUACCERO A., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma tra classico e moderno*, in *Riv. dir. comm.*, 2014.
- GUACCERO A., *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I.
- GUAGLIANONE L., *Cessione di pacchetto azionario di controllo e trasferimento d'azienda*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993.
- GUARRACINO F., *Commento all'art. 111*, in G. ALPA – F. CAPRIGLIONE, *Commentario al t.u.f.*, Padova, 1998.
- GUERRERA F., *Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002.
- GUERRERA F., *I rimedi tra effettività della tutela e stabilità del deliberato assembleare*, in *Giur. comm.*, 2018.
- GUERRERA F., *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.
- GUERRERA F., *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in F. BRIOLINI (a cura di), *Principio capitalistico quo vadis?*, Torino, 2016.
- GUGLIELMETTI G., *I limiti negoziali della concorrenza*, Padova, 1961.
- GUGLIELMUCCI L., *Liquidazione dell'attivo fallimentare che preveda il conferimento dell'azienda in una new co e la successiva vendita dell'intero pacchetto azionario*, in *Contr. e impr.*, 2008.
- GUIZZI G., *Il commissariamento di società per azioni ai sensi del d.l. 61/2013 tra funzionalizzazione dell'impresa e problemi di tutela costituzionale della partecipazione azionaria. Prime note a margine del (la seconda puntata del) caso ILVA*, in *Corr. giur.*, 2013.
- GUIZZI G., *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, 2000, 3.
- GUIZZI G., *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015.
- GUIZZI G., *Riorganizzazione della società in crisi, trasferimento del controllo e disciplina del mercato societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2012.
- HARRIS M. – RAVIV A., *Voting Rights and Majority Rules*, in *Journal of Financial Economics*, 1988.
- HARRIS T.V., *Washington's Doctrine of Corporate Disregard*, in *Washington Law Review*, 1981.
- HART O., *Firms, Contracts and Financial Structures*, Oxford, 1997.
- HELWIG J.B., *The Fiduciary Duty of Controlling Shareholders*, in *Case Western Reserve Law Review*, 1956.
- HILL A., *The Sale of Controlling Shares*, in *Harvard Law Review*, 1957.
- HOBERMAN J.M., *Practical Considerations for Drafting and Utilizing Deadlock Solutions for Non-Corporate Business Entities*, in *Columbia Business Law Review*, 2001.
- HOUBEN M., *Sulla competenza del tribunale delle imprese in materia di titoli obbligazionari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017.
- IACOBELLIS V.M., *Commento all'art. 111*, in G. FAUCEGLIA (a cura di), *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino, 2010.
- IBBA C., *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004.
- IBBA C., *L'interpretazione degli statuti societari fra criteri oggettivi e criteri soggettivi*, in *Riv. dir. civ.* 1995.
- IBBA C., *Società legali e impossibilità di funzionamento dell'assemblea*, in *Riv. not.*, 1997.
- IBRAHIM D.M., *Equity Crowdfunding: A Market for Lemons*, in *Minnesota Law Review*, 2015.
- IEVA M., *Le clausole limitative della circolazione di partecipazioni societarie: profili generali e clausole di predisposizione successoria*, in *Riv. not.*, 2003.
- INNOCENTI F., *Questioni in tema di clausole di riscatto e riscattabilità delle azioni del socio in violazione di disposizioni statutarie*, in *Giur. comm.*, 2016.

- INZITARI B., *La vulnerabile persona giuridica*, in *Contr. e impr.*, 1985.
- IORIO G., *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006.
- IOVENITTI P.M., *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2005.
- IRTI M., *Norma e luoghi. Problemi di geodiritto*, Roma-Bari, 2001.
- IRTI N., *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016.
- IRTI S., *La polemica sui concetti giuridici*, in *Nihilismo giuridico*³, Roma-Bari, 2005.
- IUDICA G., *Il prezzo nella vendita delle partecipazioni azionarie*, in *Riv. soc.*, 1991.
- JAEGER P. - F. DENOZZA – A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2010.
- JAEGER P., *Sull'intestazione fiduciaria di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 1979.
- JENNINGS N., *Mandatory bids revisited*, in *Journal of Corporation Law Studies*, 2005.
- JENNINGS R.W., *Trading in Corporate Control*, in *California Law Review*, 1956.
- JOHNSON K.C., *Golden Parachutes and the Business Judgment Rule: Toward a Proper Standard of Review*, in *The Yale Law Journal*, 1985.
- JONES P.W., *Redeemable corporate securities*, in *Southern California Law Review*, 1931.
- KAHNEMAN D. – J.L. KNETSCH - R. THALER, *Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market*, in *The American Economic Review*, 1986.
- KNIGHT W.J.L., *The acquisition of private company*, London, 1989.
- KOROBKIN R. B., *The Endowment Effect and Legal Analysis*, in *Northwestern U. Law. Rev.*, 2003.
- KRAAKMAN R.R. ET AL., *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006.
- KULMS R., *A Shareholder's Freedom of Contract in Close Corporations – Shareholder Agreement in the USA and Germany*, in *European Business Organization Law Review*, 2001.
- KUTUFÀ I., *Azioni non emesse e autonomia nella circolazione*, Torino, 2013.
- LA LUMIA I., *La cessione ed il vincolo del diritto di voto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, II.
- LA MARCA E., *Il danno alla partecipazione azionaria*, Milano, 2012.
- LA PORTA U., *Patti parasociali e patto leonino*, in *Notariato*, 1995.
- LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011.
- LAJOUX A. – ELSON C.M., *The art of M&A due diligence. Navigating critical steps & uncovering crucial data*, New York, 2010.
- LAMANDINI M. – OTTOLENGHI, *La rinuncia abdicativa alle azioni o quote societarie. "Curiosità della memoria" o "modernità del passato"?*, in *Società*, 2020.
- LAMANDINI M., *Il "controllo". Nozioni e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995.
- LAMANDINI M., *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991.
- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.
- LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I.
- LANDEO C.M. -K.E. SPIER, *Shotguns and deadlocks*, in *Yale Journal on Regulation*, 2014.
- LAUDONIO A., *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019.
- LAUDONIO A., *La trasformazione delle associazioni*, Padova, 2013.
- LEECH N., *Transactions in Corporate Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1956,
- LEMPEREUR C., *Cessions de majorité et protection des actionnaires minoritaires en droit comparé*, in *Rev. prat. sociétés*, 1978.
- LENER A., *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982.
- LENER R., *Brevi note sulla circolazione dei titoli azionari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1960.
- LEOCATA M., *I diritti del socio di società di capitali all'acquisto delle partecipazioni sociali. Natura giuridica e strumenti di tutela*, Padova, 2012.

- LEOZAPPA A.M., *Le partecipazioni a scopo di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1998.
- LEVY A.B., *Private corporations and their control*, London, 1950.
- LIACE G., *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016.
- LIBERTINI M., *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in P. ABBADESSA- PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2007.
- LIBERTINI M., *Il ruolo della causa negoziale nei contratti d'impresa*, in *Jus*, 2009.
- LIBERTINI M., *Le fonti private del diritto commerciale. Appunti per una discussione*, in *Riv. dir. comm.*, 2008.
- LIBERTINI M., *Limiti alla validità dei patti parasociali*, Bocconi RULES Paper No. 2013.
- LIBERTINI M., *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, 1971.
- LIBONATI B., *Holding e investment trust*, Milano, 1959.
- LIBONATI B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999.
- LICCI MARINI A., *Limiti alla prelazione nella cessione delle partecipazioni pubbliche*, in *Urb. e app.*, 2017.
- LIMATOLA C., *Dai patti di famiglia alle clausole statutarie sulla successione delle partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. soc.*, 2019.
- LIPARI N., *I civilisti e la certezza del diritto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2015.
- LIPARI N., *Il negozio fiduciario*, Milano, 1964.
- LOJACONO V., voce *Inalienabilità (clausole di)*, *ivi*, vol. XX, Milano, 1970.
- LORDI L., *Patto leonino: garanzie di soci che esonerano un altro socio dalle perdite*, in *Riv. dir. comm.*, 1942.
- LOVATO A., *Il raggruppamento delle azioni nella società per azioni*, in *Riv. not.*, 1967.
- LOWRY J., *Lifting the Corporate Veil*, in *Journal of Business Law*, 1983.
- LUCAS F.X., *Promesses d'achat de droits sociaux à prix garantis et prohibition des clauses léonines. À la recherche de la coherence perdue...*, in *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, vol. 5, 2000.
- LUCATO C. – GOITRE, E.M. *Poteri della maggioranza assembleare e limiti al trasferimento di quote sociali*, in *Giur. it.*, 2015.
- LUCCHINI G. – DALLOCCCHIO M., *L'OPA ostile: il caso Olivetti-Telecom*, Milano, 2001.
- LUCIANI A.M., *Escrow*, in *Contr. e impr.*, 2005.
- LUCIANO A. – LACCHINI M., *Lo squeeze out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, 2011.
- LUCIANO A.M., *Usufrutto di partecipazioni sociali ed esercizio dei diritti amministrativi nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2015.
- LUCIANO A.M., *Usufrutto di partecipazioni sociali ed esercizio dei diritti amministrativi nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2015.
- LUMINOSO A., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007.
- LUMINOSO A., *La compravendita. Corso di diritto civile*⁵, Torino, 2008.
- LUMINOSO A., *Mandato, commissione, spedizione*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, vol. XXXII, Milano 1984.
- LUMINOSO A., *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1984.
- LUMINOSO A., *Patto marciano e sottotipi*, in *Riv. dir. civ.*, 2017.
- LUONI S. – CAVANNA, *Prelazione statutaria, intestazione fiduciaria delle partecipazioni e loro conferimento*, in *Giur. it.*, 2016.
- LUONI S., *Il trasferimento di azioni in violazione della clausola di prelazione statutaria*, in *Giur. it.*, 2015.
- LUONI S., *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*, in *Giur. it.*, 2011.
- LUONI S., *Limiti all'introduzione a maggioranza delle clausole di covendita*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013.
- LUONI S., *Patto parasociale tra problemi di forma e conseguenze in caso di inadempimento*, in *Giur. it.*, 2018.
- LUONI S., *Prelazione statutaria: interessi sottesi e rimedi in caso di sua violazione*, in *Giur. it.*, 2016.
- MACCHI F., *Corporate Law and Economics of equity crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017.
- MACRÌ E., *I patti a durata variabile e la risoluzione tacita*, in *Giur. comm.*, 2009.
- MACRÌ E., *L'efficacia dei patti parasociali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006.

- MACRÌ E., *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007.
- MACRÌ E., *Patto parasociale di prelazione e di covendita e denuntiatio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007.
- MAFFEIS D., *La vendita di partecipazioni sociali*, in V. ROPPO-A.M. BENEDETTI (diretto da), *Trattato dei contratti*, I, *Vendita e vendite*, Milano, 2014.
- MAFFEIS D., *Sale and purchase agreement: clausole aliene di drag along e tag along, di prelazione, di gradimento*, in *Riv. dir. banc.*, 2013.
- MAGAZZÙ A., *La surrogazione reale*, Milano, 1968
- MAGGI P., *I rimedi e le garanzie contrattuali a tutela dell'acquirente di partecipazioni azionarie rilevanti*, Napoli, 2012.
- MAGLIANO R., *Tutela degli interessi strategici e controllo degli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in *Dir. comm. int.*, 2018.
- MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nelle nuove s.p.a.*, Milano, 2004.
- MAISANO A., *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, Milano, 1968.
- MALAGUTI M.C., *I limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Contr. e impr.*, 1990.
- MALIMPENSA E., *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011.
- MALIMPENSA E., *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.*, 2010.
- MALTONI M. – SPADA P., *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013.
- MALTONI M., *Consensualità del contratto di sottoscrizione e qualificazione giuridica dell'obbligo di versamento contestuale dei tre decimi: spunti di riflessione*, in *Giur. comm.*, 1996, II.
- MALTONI M., *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: la clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011.
- MALTONI M., *Leasing di partecipazioni sociali e organizzazione sociale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008.
- MALTONI M., *Sulla riscattabilità delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2019.
- MANCINELLI F., *«Arbitrato economico»: paralisi gestionale e sua soluzione*, in *Società*, 2005.
- MANES P., *Il superamento della personalità giuridica. L'esperienza inglese*, Padova, 1999
- MANGANELLI P., *Pattuizioni particolari tra acquirenti e venditori*, in U. DRAETTA – C. MONESI (a cura di), *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, Milano, 2007.
- MANGUY D., *Cession de contrôle et sort des contrats de la société cedée*, in *Rev. Soc.*, 1996.
- MARANO P., *La circolazione delle azioni dematerializzate e la disciplina dei mercati*, Milano, 2013.
- MARCHETTI C., *L'interpretazione degli statuti societari: la giurisprudenza italiana nel quadro del diritto comparato*, in *Riv. soc.*, 2016.
- MARCHETTI C., *La nexus of contracts theory – Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000.
- MARCHETTI P. – MOSCA C., *Note sparse sulle loyalty shares*, in *Riv. soc.*, 2018.
- MARCHETTI P., *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992.
- MARCHETTI P., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015.
- MARCHETTI P., *Problemi in tema di aumento di capitale*, in AA.VV., *Aumenti e riduzioni di capitale*, Milano, 1984.
- MARCHETTI P., *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, I, 1993.
- MARCHISIO E., *“Spaccare il capello in quattro”. Interpretazione del diritto (commerciale) e figure retoriche*, in U. MORERA-M. SCIUTO, *Le parole del diritto commerciale*, Torino, 2018.
- MARCHISIO E., *La “maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I.

- MARINI C., *Libertà di contrarre e divieto di alienazione*, in *Vita not.*, 1985.
- MAROTTA F., *La Cassazione ritorna sulle garanzie legali e convenzionali nella vendita di partecipazioni «di controllo»: un déjà vu?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020.
- MARRELLA F., *La nuova lex mercatoria*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, XXX, Padova, 2003.
- MARTINES M.P., *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 1997.
- MARTORANO F., *Titoli di credito*, in *Enc. dir.*, XLIV, Milano, 1992.
- MARZIALE G., *Brevi note sul principio della responsabilità limitata nelle società di capitali e sul suo superamento*, in *Foro it.*, 1982, I.
- MARZIALE G., *Circolazione delle azioni e trasferimento del patrimonio sociale nell'analisi giurisprudenziale*, in *Scritti di diritto societario in onore di Vincenzo Salafia*, Milano, 1998.
- MARZIALE G., *Recensione a P. Verrucoli., Il superamento della personalità giuridica delle società di capitali nella "common law" e nella "civil law"*, in *Riv. dir. comm.*, 1964.
- MASCIULLO M., *Sui limiti alla modificabilità a maggioranza dello statuto di una s.r.l.: questioni "più o meno" risolte in tema di clausole di prelazione, esclusione e drag-along*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, II.
- MASI P., *In tema di forma e circolazione del titolo di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1989.
- MASSA F., *Introduzione di drag-along e consenso del socio forzabile*, in *Corr. merito*, 2011
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Il dibattito statunitense sulla attualità della procedura di Chapter 11*, in *Riv. dir. comm.*, 2010.
- MASTROPAOLO F., *Promessa del fatto altrui, garanzie personali e sindacati di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1992.
- MASTURZI S., *I finanziamenti cd. partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2019.
- MAUGERI M.-FLEISCHER H., *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013.
- MAUGERI M., *Intestazione fiduciaria e circolazione della partecipazione*, in *ODCC*, 2016.
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010.
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014.
- MAUGERI M., *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2011.
- MAYNARD T.H., *Mergers and acquisitions: cases, materials and problems*, New York, 2005.
- MAZZA G.A., *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, 2017.
- MAZZAMUTO S., *Clausola di russian roulette*, in M. CONFORTINI (a cura di), *Clausole negoziali. Profili teorici e applicativi di clausole negoziali tipiche e atipiche*, vol. II, Milano, 2019.
- MAZZAMUTO S., *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, in *Contr. e impr.*, 2006, M.
- FRAGALI, *Clausole, frammenti di clausole, rapporti tra clausole e negozio*, in *Giust. civ.*, 1959.
- MAZZOLETTI E., *Ancora sulla validità della put option con prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino*, in *Notariato*, 2018.
- MAZZOLETTI E., *Valida la "russian roulette clause"*, in *Notariato*, 2018.
- MAZZONI A., *The choice of UNIDROIT Principles as rules of law applicable to international shareholders' agreements*, in *Riv. dir. soc.*, 2014.
- MELI V., *Commento all'art. 2355-bis*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, I, 2004.
- MELI V., *La clausola di prelazione negli statuti di società per azioni*, Napoli, 1991.
- MENCONI L., *L'acquisto «a non domino»*, Milano, 1949.
- MENCONI L., *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959.
- MENCONI L., *La regola "possession vale titolo" nella circolazione dei titoli di credito e i rapporti tra l'art. 1994 e l'art. 1153 c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1949.
- MENCONI L., *Profili di una revisione della teoria sulla garanzia per i vizi nella vendita*, in *Riv. dir. comm.*, 1953.

- MEO G., *Impresa e contratto nella valutazione dell'atipicità negoziale. L'esempio della fideiussione «omnibus»*, Milano, 1991.
- MIGNOLI A., *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960.
- MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958.
- MIGNOLI A., *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I.
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.
- MINERVINI G., *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, 1992.
- MINERVINI G., *Il mandato — La commissione — La spedizione*, in *Tratt. Vassalli*, Torino 1954.
- MINERVINI G., *Partecipazioni a scopo di finanziamento e divieto di patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988.
- MIOLA M., *I beni in natura conferibili*, in G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 1, t. 3, Torino, 2004.
- MIOLA M., *Le garanzie intragruppo*, Torino, 1993.
- MISEROCCHI L.A., *Le clausole di prelazione*, in AA.VV., *Trasferimenti e trasferibilità di azioni e di quote*, Milano, 1992.
- MOLL D.K., *Shareholder Oppression in Close Corporations: The Unanswered Question of Perspective*, in *Vanderbilt Law Review*, 2000.
- MONCALVO F.A., *Le partecipazioni sociali*, in G. BONILINI (a cura di), *Usufrutto, uso e abitazione*, Torino, 2010.
- MONTAGNANI C., *Disfunzione degli organi collegiali e impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1989.
- MONTALENTI P., *Compravendita di partecipazioni azionarie*, in P. CENDON (a cura di), *Scritti in onore di Rodolfo Sacco*, Milano, 1994.
- MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007.
- MONTALENTI P., *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2018.
- MONTALENTI P., *La consulenza tecnica, in arbitrato, in materia di compravendite societarie*, in *Giur. arb.*, 2016.
- MONTALENTI P., *Le acquisizioni societarie: profili generali*, in A. BAUDINO (a cura di), *La compravendita di partecipazioni sociali*, Torino, 2009.
- MONTALENTI P., *Negozi di liquidazione di società personali e clausole di revisione: interessi tutelati e disciplina applicabile*, in *Giur. comm.*, 1982.
- MONTALENTI P., *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999.
- MONTALENTI P., *Tutela delle minoranze e sistema dei controlli*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Torino, 2018.
- MONTANI V., *Il project financing. Inquadramento giuridico e logiche manutentive*, Torino, 2018.
- MONTEVERDE A., *Opzione put: ovvero degli incerti confini del patto leonino*, in *Giur. it.*, 2016.
- MORANO A. – T- MUSUMECI, *Brevi note in tema di patti parasociali*, in *Riv. not.*, 1989.
- MORANO A., *La costituzione in pegno di azioni e quote di società di capitali*, in *Notariato*, 2004.
- MORELLO U., *Frode alla legge*, Milano, 1969.
- MORELLO U., *Il trasferimento di partecipazioni. Interpretazione e abuso del diritto*, in *Notariato*, 2019.
- MORELLO U., *Trasferimenti di azienda e sicurezza delle contrattazioni*, in *Contr. impr.*, 1998, 91 ss.
- MORINO E., *Acquisizioni societarie e responsabilità precontrattuale*, in *Giur. it.*, 2018.
- MOSCA C., *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Milano, 2013.
- MOSCARINI L.V., *Il contratto a favore di terzi*, Milano, 2012.
- MOSCARINI L.V., voce *Prelazione*, in *Enc. dir.*, Milano, 1985.
- MOSCATI E., «*Alienazione (divieto di)*», in *Enc. dir.*, Roma, 1988.
- MOSCATI M., *Vincoli d'indisponibilità e rilevanza dell'atto traslativo*, in *Riv. dir. civ.*, 1972.
- MOSCO G.D., *Il controllo tramite sindacati di voto: uno studio empirico*, Milano, 1996.

- MOSETTO F., *Abuso del diritto e clausola di prelazione*, in *Giur. it.*, 2019.
- MOSSA L., *I problemi fondamentali del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I.
- MOSSA L., *La vendita dell'impresa sociale*, in *Ann. dir. comp.*, VII, 1932.
- MOSSA L., *Scienza e metodi del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1941.
- MOSSA L., *Società commerciali e personali*, in ID. (diretto da), *Trattato del nuovo diritto commerciale*, Padova, 1951.
- MOSSA L., *Una sentenza tra pittori*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1947-1948.
- MOTTO V., *La risoluzione del contratto sul valore di liquidazione delle partecipazioni del socio receduto: (presunto) arbitraggio obbligatorio dell'esperto e dubbi di legittimità costituzionale*, in *Riv. arbitrato.*, 2019.
- MOURY J. – B. FRANÉOIS, *Alcune conseguenze della riforma del diritto dei contratti sulla cessione delle quote sociali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017.
- MOUSSERON P., *Les conventions de garantie dans les cessions de droits sociaux*, Levallois-Perret, 2002.
- MOZZARELLI M., *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013.
- MOZZARELLI M., *L'equity crowdfunding in Italia. dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019.
- MUCCIARELLI F.M., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Torino, 2014.
- MUCCIARELLI F.M., *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009.
- MURINO F., *Autonomia statutaria e introduzione del principio unanimitario nei procedimenti decisionali della s.r.l.*, in *Riv. dir. impr.*, 2006.
- MURINO F., *Elasticità della lingua e rigore del discorso giuridico in G.C.M. Rivolta*, in *Giur. comm.*, 2019.
- MURINO F., *Pegno non possessorio di azioni, potenziata autotutela esecutiva e attualità del divieto di accettazione di azioni proprie in garanzia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018.
- MURINO F., *Potere del Presidente dell'assemblea, ordine di voto e paradosso di Condorcet*, in *Giur. comm.*, 2011.
- MUSCOLO G., *Le azioni: i vincoli*, in O. CAGNASSO-L. PANZANI (diretto da), *Le nuove s.p.a.*, I, Bologna, 2010.
- NADORFF N.-Q. MC NEAL, *Breaking joint venture agreement deadlocks: before the Texas shoot-out, try a Texas shout-out*, in *Oil and Gas, Natural Resources, and Energy Journal*, 2020.
- NANNI L., *La revoca del mandato*, Padova 1992.
- NATOLI U., *Note preliminari a una teoria dell'abuso di diritto nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1958.
- NATUCCI A., *Vicende preclusive, preparatorie condizionanti*, in C. GRANELLI (a cura di) *Formazione*, in V. ROPPO (diretto da), *Trattato del contratto*, Milano, 2007.
- NAVARRETTA E., *Le ragioni della causa e il problema*, in *Riv. dir. comm.*, 2003.
- NAVARRINI U., *In tema di società leonina*, in *Riv. dir. comm.*, 1922.
- NEGRI CLEMENTI A.- N. PERRICONE, *Modifiche statutarie e clausole di circolazione della partecipazione: una questione di quorum o di equa valorizzazione?*, in *Società*, 2015.
- NEGRO F., *I diritti indisponibili nel sistema dell'ordinamento giuridico*, in *Foro it.*, 1956.
- NEGRO F., *Lineamenti di un trattato sull'indisponibilità giuridica*, Padova, 1957.
- NERVI A., *La vendita con riserva di proprietà; riflessioni su un istituto "eccentrico"*, in *Riv. dir. comm.*, 2011.
- NICCOLINI G., *A proposito di una massima imprecisa (con una breve chiosa critica e con qualche osservazione sulla competenza del tribunale delle imprese a conoscere delle controversie sul compenso di amministratori e liquidatori di società di capitali)*, in *Riv. dir. impr.*, 2016.
- NICCOLINI G., *Interessi pubblici e interessi privati nella estinzione delle società*, Milano, 1990.
- NICCOLINI G., *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 7, Torino, 1997.
- NICCOLINI G., *Scioglimento, liquidazione ed estinzione di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1991.

- NICCOLINI G., *Sulla competenza del tribunale delle imprese in materia di contratti di cessione di partecipazioni societarie*, in *Riv. dir. impr.*, 2018.
- NICOLÒ R., *L'adempimento dell'obbligo altrui*, Milano, 1936.
- NIGRO G.L., Commento *sub art. 2265 c.c.*, in *Commentario Gabrielli*
- NOIREL J., *La société anonyme devant la jurisprudence moderne*, Parigi, 1958.
- NOTARI M., *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018.
- NOTARI M., *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in AA.VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011.
- NOTARI M., *La nozione di "controllo" nella legislazione antitrust*, Milano, 1996.
- NOTARI M., *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentale o una regola suppletiva?*, in *ODCC*, 2016.
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007.
- NUNZIANTE G., *Vendita di azioni e trasferimento del controllo di società negli Stati Uniti*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1958.
- NUZZO G., *Il diritto della minoranza alla stima "non semplificata" nell'aumento di capitale*, in *Riv. soc.*, 2018.
- O'NEAL F.H. – R.B. THOMPSON, *Close Corporation: Law and Practice*, Chicago, 1958.
- O'NEAL H., *"Squeeze-Outs" Minority Shareholders - Expulsion or Oppression of Business Associates*, Chicago, 1975.
- OGDEN C.K. – RICHARDS I.A., *The Meaning of Meaning (A study of the Influence of Language upon Thought and of the Science of Symbolism)*¹⁰, London, 1956.
- OLIVIERI G., *I sistemi alternativi di valutazione dei conferimenti in natura nelle s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2009.
- ONESTI T., *Sconti di minoranza e sconti di liquidità. Ridotti poteri e mancanza di mercato nella valutazione delle partecipazioni*, Padova, 2002.
- ONZA M., *"Partecipare": significati e ipotesi nel diritto delle società azionarie (note preliminari sulla "partecipazione del non socio")*, in *Riv. dir. comm.*, 2018.
- ONZA M., *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007.
- OPPETTI B., *Les cessions de droit sociaux emportant le transfert du contrôle d'une société: essai de synthèse*, in *Rev. sociétés*, 1978.
- OPPO G., *Contratti parasociali*, Milano, 1942.
- OPPO G., *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974.
- OPPO G., *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987.
- OPPO G., *Le grandi opzioni della riforma e le società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003.
- OPPO G., *Patto parasociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004.
- OPPO G., *Profili dell'interpretazione oggettiva del negozio giuridico*, Padova, 1943.
- OPPO G., *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, I, Torino, 2006.
- OTTIERI L., *Appunti in tema di leasing di titoli azionari*, in *Notariato*, 2014.
- OTTOLIA A., *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2014.
- PACCHI PESUCCI S., *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*, Milano, 1993.
- PACIELLO A., *Criteri di determinazione del valore delle azioni*, in G. NICCOLINI E A. STAGNO D'ALCONTRES (diretto), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004.
- PACIELLO A., *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*, in *Riv. dir. comm.*, 2013.

- PACIELLO A., *Scioglimento della società per azioni e revoca della liquidazione*, Napoli, 1999.
- PALARDINI M., *Sui presupposti di configurabilità del divieto di patto leonino*, in *Riv. dir. comm.*, 2011.
- PALAZZO M., *La circolazione delle partecipazioni e la governance nelle società familiari in prospettiva successoria*, in *Riv. not.*, 2007.
- PALMIERI G., *Nomina degli amministratori ex art. 2933 c.c., conflitto di interessi e "casting vote"*, in *Giur. comm.*, 1991.
- PALMIERI M., *Il persistente abuso dello schermo societario*, in *Giur. comm.*, 2007.
- PALMITER A.R., *Duty of obedience: the forgotten duty of U.S. Corporate Law*, in *Riv. dir. soc.*, 2013.
- PALOMBA C., *Opzione put e patto parasociale leonino: profili ermeneutici*, in *Contratti*, 2015.
- PANZARINI E., *Cessione di pacchetti azionari: il contenuto delle clausole di garanzia*, in F. GALGANO (diretto da), *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Torino, 1995.
- PANZARINI E., *Il contratto di opzione. Effetti e disciplina*, Milano, 2018.
- PANZARINI E., *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, 2007.
- PARDOLESI R.—MAGLIULO M., *Sull'interruzione della prescrizione della garanzia per vizi nella compravendita*, in *Foro it.*, 2019.
- PARISELLA A., *Osservazioni sparse sull'interpretazione degli statuti societari, sul regime transitorio del nuovo diritto delle società di capitali e sul diritto di intervento in assemblea secondo il novellato art. 2370 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2005.
- PARTESOTTI G., *Le operazioni sulle azioni*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, II, Torino, 1991.
- PARTESOTTI G., *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, 1997.
- PASSADOR M.L., *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, in *Giur. comm.*, 2019.
- PASSADOR M.L., *Sulla natura transtipica del divieto di patto leonino*, in *Giur. it.*, 2020.
- PASSADOR M.L., *Vincoli perpetui e diritto di exit*, in *Giur. it.*, 2019.
- PASSARELLI M., *Socio di minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del «trascinatore»? Analisi delle clausole «tag, drag e bring along»*, in *Riv. notarile*, 2013.
- PASTERIS C., *Il «controllo» nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Milano, 1957.
- PATRIARCA S., *Le società di persone come oggetto di controllo societario*, in *Società*, 2006.
- PATTI F.P., *La determinazione convenzionale del danno*, Napoli, 2015.
- PATTI F.P., *Meccanismi di price adjustment e penalty rule nella vendita di partecipazioni societarie*, in *ODCC*, 2017.
- PATTI S., *La «globalizzazione» e il diritto dei contratti*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006.
- PAVONE LA ROSA A., *Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003.
- PECORARO C., *Mora dell'azionista e vicende relative alla partecipazione azionaria*, in *Dir. fall.*, 2012.
- PEDERSOLI A., *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in F. BONELLI E P.G. JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993.
- PEDERSOLI E., *Il recesso ex art. 2437 c.c. e gli effetti «peggiorativi» per i soci*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020.
- PEDERSOLI E., *Sul rinnovo tacito dei patti parasociali a tempo determinato e sull'apposizione di un termine per l'esercizio della disdetta*, in *Giur. comm.*, 2020.
- PEDERZINI E., *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2004.
- PEDERZINI E., *Variazioni sul tema di modifica delle «clausole di salvaguardia» e interpretazione degli statuti di società*, in *Giur. comm.* 2017.
- PELLICANÒ A., *Inesistenza e personalità giuridica nella giurisprudenza della Cassazione: il caso della società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 1989.
- PELLINI M., *La determinazione giudiziale dell'oggetto del contratto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019.

- PELLIZZI G.L., *Esercizio del diritto cartolare e legittimazione attiva*, in *Studi sui titoli di credito*, Padova, 1960.
- PELLIZZI G.L., *Il nuovo concettualismo (replica ad una critica in tema di fattispecie del titolo di credito)*, in *Giur. comm.*, 1978.
- PELLIZZI G.L., *Obbligo di contrarre con terzi in nome e per conto proprio*, in *Foro pad.*, 1950.
- PELLIZZI G.L., *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967.
- PELLIZZI G.L., *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1988.
- PELLIZZI G.L., *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I.
- PELLIZZI G.L., *Sull'intestazione fiduciaria di azioni nominative*, in *Riv. soc.*, 1981.
- PELLIZZI G.L., *voce Exceptio doli (Diritto civile)*, in *Novissimo Digesto*, Torino, 1960.
- PENZO G., *Earn-out e dintorni*, in *Società*, 2019.
- PENZO G., *Le clausole di covendita*, in *Società*, 2019.
- PENZO G., *Opzione put e violazione del divieto di patto leonino: nuovi spunti sul requisito di assolutezza*, in *Società*, 2018.
- PERNAZZA F., *Brevi riflessioni in tema di convenzioni parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1992.
- PERRECA F., *La clausola di accordamento (c.d. tag-along): si attiva per il trasferimento della nuda proprietà delle azioni o per l'acquisto del controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019.
- PERRECA F., *Osservazioni a Trib. Napoli, 21 giugno 2017 e Trib. Napoli, 4 maggio 2017, in tema di comproprietà di partecipazione in società a responsabilità limitata e nomina del rappresentante comune*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018.
- PERRINO M., *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997.
- PERRINO M., *Sub artt. 2341 bis – 2341 ter c.c.*, in P. ABBADESSA- G.B. PORTALE (a cura di), *Le società per azioni*, Milano, 2016.
- PERRONE A., *Dottrina del giusto prezzo e diritto contemporaneo dei contratti. Alcune riflessioni preliminari*, in M. CAMPOBASSO - V. CARIELLO – V. DI CATALDO – F. GUERRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banche e crisi di impresa*, Torino, 2014.
- PIANTELLI A., *La distinzione dei patti parasociali dai patti sociali nella società di capitali riformata*, in *Contr. e impr.*, 2013.
- PIATTELLI U., *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013.
- PIAZZA N., *Patto leonino*, in *Enc. dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982.
- PICCOLO R.M., *L'importazione delle clausole di co-vendita e di trascinarsi nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Vita not.*, 2016.
- PICHARD B., *Cession et acquisition d'entreprises commerciales*, Paris, 1998.
- PICONE F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I.
- PICONE L., *Il diritto di 'squeeze-out'*, in *Società*, 2004.
- PICONE L.G., *Contratti di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995.
- PICONE L.G., *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999.
- PIEPOLI G., *Le garanzie negative*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001.
- PIEPOLI G., *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009.
- PINTO M., *La ratio del termine di durata dei patti parasociali a tempo determinato e l'art. 2341-bis, ultimo comma, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2008.
- PINTO M., *Le garanzie «patrimoniali» nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, in *Riv. soc.*, 2003.
- PINTORE A., *Il concetto di persona giuridica nell'indirizzo filosofico analitico*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno. Itinerari della persona giuridica*, Milano, 1982-1983.
- PIOLA G., *«Alienabilità»*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, XIII, 1, Torino, 1903.
- PIRAS S., *Sull'esercizio della facoltà di disporre*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1947-48.

- PISCITELLO P., "Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni, in *Riv. soc.*, 2015.
- PISCITELLO P., *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nella s.p.a.*, Torino, 2018.
- PISCITELLO P., *Società di persone a struttura aperta e circolazione delle quote*, Torino, 1995.
- PISELLI D., *Il principio di "equa valorizzazione" della partecipazione sociale è riferibile solo all'uscita del socio dalla società?*, in *Società*, 2015.
- PIZZORUSSO A., *Fonti del diritto*², in *Comm. Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 2011.
- PLASMATI G., *Il problema dei resti nelle s.p.a.*, in *Contr. e impr.*, 2007.
- PLATANIA F., *Operatività della prelazione in caso di vendita coattiva di azioni*, in *Società*, 2001.
- PODDA G., *Bad deals: acquisto di partecipazioni societarie e garanzie del venditore*, in *Quadrimestre*, 1990.
- POLETTI D., *Decadenza o metamorfosi dell'usufrutto? Spunti per una riflessione*, in *Società*, 2016.
- POLI S., *Il pegno di azioni*, Milano, 2000.
- POMELLI A., *Autonomia statutaria e parità di trattamento tra soci: il caso dei limiti al possesso di quote sociali differenziati per categorie di soci*, in *Giur. comm.*, 2007.
- POMELLI A., *Obbligo degli amministratori di rilevare l'impossibilità di funzionamento dell'assemblea ed esercizio abusivo del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2001.
- POMELLI A., *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, 2014.
- PONSSARD J.P., *Logique de la négociation et théorie des jeux*, Paris, 1977.
- PONTECORVI A., *Sul potere della minoranza assembleare in conseguenza dell'acquisto di azioni proprie*, in *Riv. dir. comm.*, 2019.
- PONTI L. – M. MASETTI, *La vendita garantita delle partecipazioni sociali*, Padova, 1997.
- PONTI L.-P. PANELLA, *La preferenza nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003.
- PONTI L.–P. PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, 2006.
- PONTI L., *Cessione di partecipazioni sociali e di aziende. Analogie e differenze*, in *Società*, 1993.
- PONTI L., *Garanzie della compravendita di partecipazioni sociali*, in *Società*, 1993.
- PORTALE G.B. -A. DACCÒ, *Il recesso del socio nella società a responsabilità limitata: un caso clinico*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011.
- PORTALE G.B. -E. GINEVRA, *Intestazione fiduciaria di azioni non interamente liberate per i conferimenti residui*, in *Riv. soc.*, 2011.
- PORTALE G.B., «Uguaglianza e contratto»: il caso dell'aumento di capitale sociale in presenza di più categorie di azioni, in *Riv. dir. comm.*, 1990.
- PORTALE G.B., *Arturo Dalmartello nel diritto commerciale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 20.
- PORTALE G.B., *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982.
- PORTALE G.B., *Capitale e conferimenti nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970.
- PORTALE G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, Milano, 1991.
- PORTALE G.B., *Dal codice civile del 1942 alle (ri)codificazioni: la ricerca di un nuovo diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2019.
- PORTALE G.B., *Dell'opposizione alla proroga di "impresa comune": abus d'égalité o libertà di iniziativa economica?*, in *Riv. dir. priv.*, 1997.
- PORTALE G.B., *Impugnativa di bilancio ed exceptio doli*, in *Giur. comm.*, 1982.
- PORTALE G.B., *La società per azioni. Principi e problemi (Scintillae iuris)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014.
- PORTALE G.B., *Le garanzie bancarie internazionali (questioni)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988.
- PORTALE G.B., *Lezioni di diritto privato comparato*², Torino, 2007.
- PORTALE G.B., *Mancata attuazione del conferimento in natura e limiti del principio di effettività del capitale nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1998.
- PORTALE G.B., *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015.
- PORTALE G.B., *Principio consensualistico e conferimento di beni in società*, in *Riv. soc.*, 1970.

- PORTALE G.B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G. F. Campobasso, II, Torino, 2006.
- PORTALE G.B., *Tra «deregulation» e crisi del diritto azionario*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998.
- PORTALE G.B., *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum P. Abbadessa, I, Torino, 2014.
- POSNER R., *Economic Analysis of Law*, Boston-Toronto, 1977.
- POSTIGLIONE A., *Alcune riflessioni sulle srl partecipate da soci con quote paritetiche*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*. Studi in onore di Oreste Cagnasso, Torino, 2020.
- PRATELLI M.M.-ROLI M., *Tre sentenze di merito in tema di vendita di partecipazioni sociali*, in *Giur. comm.*, 2017.
- PRATELLI M.M., *Rinnovo di patti parasociali e opzioni put & call*, in *Giur. comm.*, 2010.
- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle Società per Azioni*, in G.E. COLOMBO E G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, III, Torino, 1993.
- PREITE D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993.
- PREITE D., *L'«abuso» della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.
- PRESTI G., *Le clausole di «riscatto» nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1983.
- PRETTO A., *Comparative Personal Property: The Case of Shares*, in *Global Jurist Advances*, 2001.
- PROTO PISANI A., *La nuova disciplina del processo societario (note a prima lettura)*, in *Foro it.*, 2003.
- PROVERBIO D., *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*, Milanofiori Assago, 2010.
- PUGLIATTI S., *«Alienazione»*, in *Enc. dir.*, II, Milano, 1958.
- PUGLIATTI S., *La logica e i concetti giuridici*, in *Riv. dir. comm.*, 1941.
- PUGLIATTI S., *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, 1964.
- PUGLIATTI S., *Vendita di azioni e garanzia per evizione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1937.
- PUGLIESE G., *Usufrutto, uso e abitazione*, in *Trattato Vassalli*, IV, Torino, 1972.
- PULVIRENTI G.M., *Commento sub art. 2343*, in G. FAUCEGLIA-G. SCHIANO DI PEPE (diretto da), *Codice commentato delle s.p.a.*, Torino, 2006.
- PUNZI C., *Le controversie relative alle cessioni e acquisizioni di partecipazioni societarie e le azioni esperibili*, in *Riv. dir. proc.*, 2007.
- PURPURA L., *L'arbitrato economico (art. 37 d.lgs. n. 5/2003)*, in *Commentario S.r.l. Portale*, Milano, 2011.
- R. WEIGMANN, *Verso una definizione di srl controllata*, in *Riv. dir. soc.*, 2014.
- RABREAU A., *L'usufruit des droits sociaux*, Paris, 2006.
- RAGUSA MAGGIORE G., *Obbligazioni sociali contenute un contratto (meramente) parasociale*, in *Dir. fall.*, 1960.
- RANIELI M., *Proposte di concordato preventivo concorrenti, trasferimento del controllo ed esenzione dall'obbligo di opa per salvataggio «ostile»*, in *Riv. dir. banc.*, 2017.
- RANIERI F., *Eccezione di dolo generale*, in *Digesto disc. priv., sez. civ.*, Torino, 1991.
- RASMUSSEN R.K., *Taking Control Rights Seriously*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2018.
- RATHENAU W., *La realtà della società per azioni. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari*, in *Riv. soc.*, 1960.
- RAVÀ A., *Il titolo di credito nella teoria dell'acquisto dei diritti*, Milano, 1936.
- RECINTO G., *Patto di famiglia e liquidazioni operate dal disponente*, in *Rass. dir. civ.*, 2011.
- REDENTI E., *Sui trasferimenti delle azioni civili*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1955.
- REED S.F.- LAJOUX A., *The art of M&A. A merger acquisition buyout guide*, New York, 1999.
- REGALDO F., *Le tecniche difensive nelle opa ostili: riflessioni comparatistiche*, Torino, 2004.

- REGOLI D., *Tutela delle minoranze e circolazione del controllo*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Torino, 2018.
- REID S.F. - O'CONNOR M.L. – SHAPIRO S.J., *The Valuation of Employee Stock Options Issued by Closely Held Firms*, in *Journal of Legal Economics*, 2006.
- RENNA L., *Compravendita di partecipazioni sociali. Dalla lettera di intenti al closing*, Bologna, 2015.
- RENNA L., *Put option e divieto di patto leonino: tra meritevolezza degli interessi ed interpretazione evolutiva della norma*, in *Corr. giur.*, 2019.
- RESCHIGNA M., *Sulle clausole di garanzia nei contratti di trasferimento di partecipazioni sociali e sulla inammissibilità delle garanzie implicite*, in *Contratti*, 2020.
- RESCIGNO M., *Società per azioni, personalità giuridica e responsabilità dei soci*, in O. CAGNASSO-L. PANZANI (diretto da), *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2012, I.
- RESCIGNO P., *Obbligazioni (nozioni generali)*, in *Enc. dir.*, vol. XXIX, Milano 1979.
- RESCIGNO P., voce *Condizione (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, VIII, 1961.
- RESCIO G.A., *La disciplina dei patti parasociali dopo la legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2002.
- RESCIO G.A., *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991.
- RESCIO G.A.-M. SPERANZIN, “Art. 2341-bis”, in *Commentario Gabrielli*, Torino, 2015.
- RESCIO G.A., *Clausole di maggioranza del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011.
- RESCIO G.A., *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006.
- RESCIO G.A., *Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2018.
- RESCIO G.A., *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur. comm.*, 2012.
- RESCIO G.A., *Sulla natura e sulla forma degli statuti societari*, in *Riv. soc.*, 2005.
- RESCIO G.A., *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2016.
- RESTANO F., *Impossibilità di funzionamento dell'assemblea e scioglimento della società: profili procedurali*. in *Giur. comm.*, 2011.
- RIMINI E., *La mancata attuazione dei conferimenti in natura nelle società per azioni*, Milano, 1993.
- RIVOLTA G.C.M., *Azioni e quote sociali: pegno di usufrutto, pegno di nuda proprietà e diritto di voto*, in *Riv. dir. civ.*, 1998.
- RIVOLTA G.C.M., *Clausole societarie e predisposizione successoria*, in *La trasmissione familiare della ricchezza*, Padova, 1995.
- RIVOLTA G.C.M., *Diritto delle società. Profili generali*, in *Trattato Buonocore*, Torino, 2015.
- RIVOLTA G.C.M., *Gli atti di impresa*, in *Le ragioni del diritto. Scritti in onore di Luigi Mengoni*, II, Milano, 1995.
- RIVOLTA G.C.M., *La partecipazione sociale*, Milano, 1965.
- RIVOLTA G.C.M., *Partecipazione sociale e rapporti obbligatori*, in *Riv. dir. comm.*, 1962.
- RIVOLTA G.C.M., *Pegno ed usufrutto di quote di società a responsabilità limitata e diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1961.
- ROBIGLIO N., *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987.
- ROCK E.B. – WATCHER M.L., *Waiting for the Omelette to Set. Match Specific Assets and Minority Oppression*, in R.K. MORCK (a cura di), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, 2000.
- ROCK E.B., *Shareholder Eugenetics in the Public Corporation*, in *Cornell Law Review*, 2012.
- ROLI M., *Prescrizione e decadenza delle domande basate su violazione delle contractual warranties*, in A. CRIVELLARO (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie*, Milano, 2017.

- ROLLI R., *Cessione di partecipazioni societarie e tutela del compratore: aliud pro alium datum?*, in *Contr. impr.*, 1994.
- ROMAGNOLI G., *Cessione di partecipazioni nelle società di capitali: annotazioni sulla tutela dell'acquirente*, in *Giur. comm.*, 1993.
- ROMAGNOLI G., *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'OPA obbligatoria*, Padova, 2005.
- ROMANO M., *Dinamica del valore e aspetti di corporate governance negli squeeze-out delle minoranze azionarie*, Torino, 2008.
- ROMANO PAVONI G., *Aumento di capitale con nuovi conferimenti, aumento del valore nominale e raggruppamento di azioni*, in *Foro pad.*, 1953.
- ROPPO V., *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013.
- ROPPO V., *Il contratto²*, Milano, 2011.
- RORDORF R., *Il diritto esorbitante: abuso del diritto, abuso del processo, abuso del concordato*, in *Fallimento*, 2020.
- ROSAPEPE R., *La clausola cd. russian roulette al vaglio della giurisprudenza*, in *ilsocietario.it*, 2017.
- ROSE S.-ACKERMAN, *Inalienability and the theory of property rights*, in *Columbia Law Review*, 1985.
- ROSSANO L., *La natura e la validità della clausola drag along*, in *Riv. dir. comm.*, 2010.
- ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967.
- ROSSI LANDI F., *Critica metafisica e filosofia analitica*, in *Riv. dir. civ.*, 1959.
- ROSSI M., *Recesso dalla s.p.a. e riduzione del capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 2015, I.
- ROVELLI L., *Garanzie nella compravendita del pacchetto azionario*, in *Società*, 1991.
- RUBIN J.- D.G. PRUITT, *Social Conflict: Escalation, Stalemate, and Settlement*, New York, 1994.
- RUBINO D., *La compravendita*, in A. CICU – F. MESSINEO (diretto da), *Tratt. dir. civ. e comm.*, Milano, 1971.
- RUBINO SAMMARTANO M., *Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese*, Milano, 2006.
- RUSSO R., *Trasferimento di partecipazioni: il ruolo dell'arbitratore e del Tribunale nella determinazione del prezzo*, in *Giur. it.*, 2020.
- SABBATINI D., *La circolazione delle partecipazioni azionarie in una prospettiva comparatistica*, in *Riv. dir. comm.*, 2010.
- SACCHI R., *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, III, Torino, 1994.
- SACCO GINEVRI A., *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012.
- SACCO GINEVRI A., *Le azioni di risparmio (quarant'anni dopo)*, in *Nuovo dir. soc.*, 2015.
- SACCO GINEVRI A., *Prelazione statutaria e scioglimento della società azionista*, in *Riv. not.*, 2019.
- SACCO R., *«Alienazione (divieto di)»*, in *Dig. disc. priv., sez. civ., agg. VI*, Torino, 2011.
- SACCO R., *«Circolazione giuridica»*, in *Enc. dir.*, VII, Milano, 1960.
- SACCO R., *Transfert de la propriété des choses mobiles déterminées*, in *Riv. dir. civ.*, 1979.
- SACCO R., voce *Circolazione e mutazione dei modelli giuridici*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, II, Torino 1988.
- SAGLIOCCA M., *Azioni a voto plurimo nelle società quotate: occasione persa o soltanto rimandata?*, in *Società*, 2020.
- SAGLIOCCA M., *La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito*, in *Riv. soc.*, 2018.
- SALAFIA V., *Circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Società*, 2014.
- SALAFIA V., *Il diritto di prelazione nella circolazione delle azioni previsto dallo statuto societario*, in *Società*, 2018.
- SALAFIA V., *Il diritto di voto relativo ad azioni e quote costituite in pegno o date in usufrutto*, in *Società*, 2002.
- SALAFIA V., *Pegno e sequestro di azioni societarie*, in *Società*, 2020.
- SALAFIA V., *Squeeze out statutario*, in *Società*, 2007.

- SALANDRA V., *Il progetto Vivante per la riforma delle anonime e le società di partecipazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1934.
- SALANDRA V., *La rinnovazione del diritto commerciale e il concetto di azienda*, in *Riv. dir. comm.*, 1936.
- SALATINO G., *“Patto di garanzia” nel contratto di acquisizione (“Sale Purchase Agreement”)*, in *Giur. comm.*, 2015.
- SALATINO G., *La “clausola indennitaria” nel contratto di acquisizione (“Sale Purchase Agreement”)*, in *Riv. not.*, 2017.
- SALIMEI P.M., *Scioglimento della società per impossibilità di funzionamento o continuata inattività della assemblea. Poteri del Presidente del Tribunale ex art. 2450 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1991.
- SALVATI G.G., *I limiti statuari alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Padova, 2011.
- SALVATORE L., *Stallo decisionale nella s.r.l. a ristretta base sociale: riflessioni e spunti operativi diretti a favorire la continuazione dell'impresa*, in *Contr. e impr.*, 1999.
- SALVI C., *Teologie della proprietà privata. Dai miti delle origini ai nuovi dei della finanza*, Soveria Mannelli, 2017.
- SAMBUCCI L., *Controllo delle imprese e oggetto del patto di famiglia*, in *Riv. dir. soc.*, 2009.
- SAMBUCCI L., *Patti parasociali e fatti sociali*, Milano, 2018.
- SANDRELLI G., *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, 2017.
- SANDRELLI G., *Procedimento di 'appraisal' e criteri di valutazione delle azioni: una pronuncia della Court of Chancery del Delaware*, in *Riv. dir. soc.*, 2017.
- SANDULLI M., *La competenza del tribunale delle imprese in materia societaria*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013.
- SANFILIPPO P.M., *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000.
- SANFILIPPO P.M., *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014.
- SANFILIPPO P.M., *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2015, I.
- SANGIOVANNI V., *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, in *Contratti*, 2011.
- SANGIOVANNI V., *Il contratto di escrow*, in *Contratti*, 2013.
- SANGIOVANNI V., *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Notariato*, 2013.
- SANNA V., *Patto parasociale a vantaggio della società e contratto a favore del terzo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015.
- SANTAGATA R., *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili” (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013.
- SANTAGATA R., *Il divieto del patto leonino*, in PREITE (diretto da), *Trattato società di persone*, Milano, 2015.
- SANTAGATA R., *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009.
- SANTINI G., *Della compravendita a carico del venditore e di altri scambi anomali con natura di servizi*, in *Contr. e impr.*, 1987.
- SANTINI G., *Esecuzione specifica di accordi parasociali?*, in *Arch. giur.*, F. Serafini, CLXXIV, 1968, E.
- MACRÌ, *L'efficacia dei patti parasociali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006.
- SANTINI G., *La vendita a prezzo imposto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1952.
- SANTINI G., *Società a responsabilità limitata³*, in *Commentario Scialoja-Branca, Sub artt. 2472-2497-bis*, Bologna-Roma, 1984.
- SANTONI R.J., *Developing Duties of Controlling Shareholders and Appropriate Restraints of the Sale of Corporate Control*, in *Securities Law Review*, 1979.
- SANTORO M., *Brevi note in tema di «squeeze out»*, in *Società*, 2001.
- SANTORO PASSARELLI F., *Donazione. Riserva di usufrutto, contratto a favore di terzi*, in *Riv. dir. civ.*, 1940.
- SANTORO PASSARELLI F., *La surrogazione reale*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1926.
- SANTORO PASSARELLI F., *Struttura e funzione della prelazione convenzionale*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1981.
- SANTOSUOSSO D.U., *I tratti essenziali e l'“aggettivo” qualificante delle società per azioni. Contributo in materia di fattispecie, tipo e nozione di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2013.

- SANTOSUOSSO D.U., *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, Milano, 1993.
- SARCHI F., *La prelazione legale nella cessione di quote sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1984, II.
- SATTA G., *Clausola di bring along: struttura, finalità e requisiti essenziali*, in *Riv. dir. impr.*, 2008.
- SBARBARO F.M., *Private enforcement e judicial scrutiny nel trasferimento del controllo societario*, Padova, 2019.
- SBISÀ G., *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1987.
- SBISÀ G., *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statuarie di trascinarsi (drag-along)*, in *Contr. e impr.*, 2015.
- SBISÀ G., *I limiti alla circolazione delle azioni. Sub art. 2355-bis c.c.*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 2019.
- SBISÀ G., *I limiti negoziali alla circolazione dei beni*, Milano, 1975.
- SCALFI G., *La promessa del fatto altrui*, Milano-Varese, 1955.
- SCALFI G.G., *La qualificazione dei contratti nell'interpretazione*, Milano-Varese, 1962.
- SCARPA D., *Clausole di trascinarsi di partecipazione societaria tra struttura e limiti*, in *Giust. civ.*, 2013.
- SCARPA D., *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, in *Contr. e impr.*, 2011.
- SCARPA D., *Regolazione contrattuale del patto parasociale tra collegamento negoziale e autonomia privata*, in *Nuovo dir. soc.*, 2020.
- SCARSO A., *La vendita non garantita di partecipazioni sociali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1999.
- SCARSO A.P., *La responsabilità del venditore di partecipazioni sociali nel diritto italiano e tedesco*, in *Riv. soc.*, 1999.
- SCARSO A.P., *Venire contra factum proprium e responsabilità*, in *Resp. civ. prev.*, 2009.
- SCHERMI A., *Considerazioni sulla natura e sulla vendita dei titoli di credito astratti, dei titoli rappresentativi e dei titoli azionari*, in *Giust. civ.*, 1967.
- SCHIUMA L., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: considerazioni d'ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019.
- SCHIUMA L., *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997.
- SCHLESINGER P., *Il pagamento al terzo*, Milano, 1961.
- SCHLESINGER P., *Riflessioni sulla prestazione dovuta nel rapporto obbligatorio*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1959.
- SCIALOJA A., *Invalidezza del negozio di voto e invalidezza della deliberazione di società per azioni*, in *Foro it.*, 1944-46.
- SCIALOJA A., *Voto plurimo*, Roma, 1925.
- SCIUTO M., *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018.
- SCOGNAMIGLIO A., *Obblighi di comunicazione e concetto di partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1985.
- SCOGNAMIGLIO G., *Tutela del socio e ragioni dell'impresa nel pensiero di Giorgio Oppo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012.
- SCOTT R.E.-G.G. TRIANTIS, *Incomplete Contracts and the Theory of Contract Design*, 56 *Case Western Reserve Law Review*, 2005.
- SCOTTI CAMUZZI S., *Acquisto delle proprie azioni, utile e utile di esercizio*, in *Riv. soc.*, 1970.
- SCOTTI I., *Clausola di drag-along e principio maggioritario*, in *Società*, 2015.
- SCOTTON M., *"C di Commenda": una costante nella storia del diritto commerciale? Ovvero sulla storicità del diritto*, in *Riv. dir. comm.*, 2006.
- SCUTO E., *«Inalienabilità»*, in *Noviss. Dig. it.*, VII, Torino, 1965.
- SCUTO E., *I divieti legali di alienazione nel diritto civile italiano*, Napoli, 1955.
- SEMINARA L., *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2017.
- SEMINO G., *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Milano, 2003

- SEMINO G., *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in M. MONEGAT – G. LEPORE – I. VALAS, *Trust. Applicazioni nel diritto commerciale e azioni di tutela dei diritti in trust*, II, Torino, 2008.
- SERAFINI S., *Violazione della prelazione statutaria e tutela del socio pretermesso*, in *Società*, 2015.
- SERICK R., *Forma e realtà della persona giuridica* (1955), trad. it. a cura di M. Vitale, Milano, 1966.
- SFAMENI P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.
- SFAMENI P., *La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2002.
- SICCHIERO G., *La distinzione tra meritevolezza e liceità del contratto atipico*, in *Contr. e impr.*, 2004.
- SIMONETTO E., *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959.
- SIMONETTO E., *Società, contratto a prestazioni corrispettive e dividendo come frutto civile*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1962, I.
- SIMONETTO E., *Successione ereditaria e plusvalore della partecipazione azionaria di controllo*, in *Riv. soc.*, 1960.
- SIRI M., *Clausole statutarie e control devices in una fifty-fifty corporated joint venture*, in *Dir. comm. int.*, 1989.
- SMITH D.G. -C.A. WILLIAMS, *Business Organizations: Cases, Problems, and Case Studies*³, Waltham, 2012, Aspen Casebooks, 2012.
- SMITH R.J., *Property Law*², London 1998.
- SPADA P. – SCIUTO M., *Il tipo nella società per azioni*, in *Trattato Colombo- Portale*, 1, Torino, 2004.
- SPADA P., *Autorità e libertà nel diritto delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996.
- SPADA P., *Conclusioni*, in U. MORERA – G. OLIVIERI – M. STELLA RICHTER JR. (a cura di), *La rilevanza del tempo nel diritto commerciale. Atti della giornata di studio. Macerata, 20 aprile 1999*, Milano, 2000.
- SPADA P., *Consenso e indici di circolazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I.
- SPADA P., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985.
- SPADA P., *Diritto commerciale*, II, *Elementi*, Padova, 2009.
- SPADA P., *Fattispecie e disciplina cartolari (qualche appunto a margine di un libro recente)*, in *Riv. dir. civ.*, 1979.
- SPADA P., *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 1992.
- SPADA P., *La provvista finanziaria tra destinazione e attribuzione*, in P. BENAZZO - M. CERA – S. PATRIARCA (diretto da), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di G. Zanarone*, Torino, 2011.
- SPADA P., *La tipicità delle società*, Padova, 1974.
- SPADA P., *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974.
- SPAMANN H.S., *Contemporary legal transplants: legal families and the diffusion of (corporate) law*, in *Brigham young university law review*, 2009.
- SPATUZZI A., *Sull'attuale configurazione del meccanismo di riserva dell'usufrutto*, in *Vita not.*, 2019.
- SPERANZIN A., *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006.
- SPERANZIN M.-TINA A., *Una recente proposta legislativa in tema di trasferimento di aziende e di partecipazioni sociali*, in *Società*, 2014.
- SPERANZIN M., *Un nuovo ordine delle fonti del diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2019.
- SPERANZIN M., *Una criticabile sentenza della Cassazione in materia di garanzie legali e convenzionali nel caso di trasferimento di partecipazioni sociali*, in *Corr. giur.*, 2020.
- SPIOTTA M.-TINA A., *Cessione di quote sociali: un mutamento di orizzonti?*, in *Giur. comm.*, 2005.
- SPIOTTA M., *Non si placa il dibattito intorno alla tutela dell'acquirente di quote sociali*, in *Giur. it.*, 2005.
- SPIOTTA M., *Strumenti di tutela del socio nudo proprietario o datore di pegno di società in crisi*, in *Giur. comm.*, 2019.
- SPOLIDORO E., *La contrattazione delle condizioni di introduzione, nello statuto della società a responsabilità limitata, delle clausole che comportano il disinvestimento della partecipazione dei soci*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II.
- SPOLIDORO M.S., *Acquisizione forzososa delle azioni dei soci di minoranza: una recente legge olandese*, in *Riv. soc.*, 1998.

- SPOLIDORO M.S., *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018.
- SPOLIDORO M.S., *I conferimenti in denaro*, in G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol.1, Torino, 2004.
- SPOLIDORO M.S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nelle leggi antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995.
- SPOLIDORO M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015.
- SPOLIDORO M.S., *Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2019.
- SRAFFA A., *Cessione di quota sociale e responsabilità del cessionario*, in *Riv. dir. comm.*, 1926.
- SRAFFA A., *La tassa di circolazione sulle carature di accomandite semplici*, in *Riv. dir. comm.*, 1912.
- SRAFFA A., *Patto leonino e nullità del contratto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1915.
- STABILINI A. – M. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Torino, 1999.
- STANGHELLINI L., *Corporate governance in Italy: strong owners, faithful managers. An assessment and a proposal for reform*, in *Indiana International & Comparative Law Review*, 1995.
- STANGHELLINI L., *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.
- STANGHELLINI L., *Sub art. 2355-bis. Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. Marchetti- L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, 2008.
- STELLA RICHTER JR. M., *Il trust nel diritto italiano delle società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998.
- STELLA RICHTER M. JR., *Il tempo nei contratti sociali e parasociali*, in *Riv. dir. civ.*, 2000.
- STELLA RICHTER M. JR., *Autenticità dell'atto di acquisto e trasferimento di titoli azionari: parere per la verità sull'art. 2022 c.c.*, in *Riv. not.*, 2016.
- STELLA RICHTER M. JR., *Azioni proprie e clausole limitative della circolazione delle partecipazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, F. CORSI, *Acquisto delle proprie azioni e clausola di prelazione*, in *Giur. comm.*, 1988.
- STELLA RICHTER M. JR., *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle proprie azioni*, in AA.VV., *Studi in onore di Umberto Behliso*, Bari, 2011.
- STELLA RICHTER M. JR., *Variazioni e puntualizzazioni in tema di recesso dell'azionista*, in *Riv. dir. comm.*, 2020.
- STELLA RICHTER M. JR., *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra soci*, Milano, 1996.
- STELLA RICHTER M. JR., *«Collegamento» e «raggruppamento» delle azioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1991.
- STOLFI G., *Il trasferimento di azioni dopo la morte del loro titolare*, in *Dir. fall.*, 1974.
- SZEGO B. (a cura di), *Il venture capital come strumento di sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*. Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, n. 55/2002.
- TABELLINI M., *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*, in *Giur. it.*, 2018.
- TANTINI G., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973.
- TEDESCHI F., *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, in *Giur. comm.*, 1979.
- TEDESCHI F., *Sul divieto di patto leonino*, in *Nuova giur. civ.*, 1995.
- TERRANOVA G., *Elogio dell'approssimazione*, Pisa, 2017.
- TERRANOVA G., *Il diritto e il suo linguaggio. Metodi, teorie, parole del diritto commerciale*, Milano, 2020.
- TERRANOVA GIUL., *Il divieto del patto leonino: un'analisi comparata alla luce della recente riforma del diritto belga*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020.
- TERRANOVA G., *La struttura delle situazioni soggettive: contributo ad una semantica dell'obbligo*, in *Europa e dir. priv.*, 2002.
- TERRANOVA GIUL., *Le garanzie nella cessione delle partecipazioni sociali nella recente giurisprudenza italiana*, in *Riv. dir. banc.*, 2015.
- TERRANOVA G., *Significato e senso nel diritto: una proposta conciliativa*, in *Riv. dir. comm.*, 2017.

- TERRANOVA G., *Titoli di partecipazione e mercati finanziari: il ruolo del documento nella circolazione del rapporto*, in *Riv. dir. comm.*, 2005.
- TERSILLA S., *La due diligence per l'acquisizione di un pacchetto azionario di controllo di una società non quotata in borsa: obblighi di informazione e responsabilità dei soggetti coinvolti*, in *Dir. comm. int.*, 2002.
- TERSILLA S., *La lettera di intenti nella trattativa per l'acquisizione di un pacchetto azionario di riferimento*, in *Dir. comm. int.*, 2003.
- TETI R., *Il rapporto partecipativo tra passato e presente: riflessioni a margine di un libro recente*, in *Riv. dir. comm.*, 2008.
- THOMPSON R.B., *Piercing the Corporate Veil: an Empirical Study*, in *Cornell Law Review*, 1991.
- THOMSON R. (a cura di), *Sinclair on Warranties and Indemnities on Share and Asset Sales*, London, 2014.
- TIMPANO E., *Le clause di covendita*, in *Riv. not.*, 2019.
- TINA A., *Clause di garanzia, patti parasociali ed esonero da responsabilità degli amministratori nel trasferimento di partecipazioni societarie*, in *Giur. comm.*, 2017.
- TINA A., *Compravendita di partecipazioni societarie nella recente giurisprudenza di legittimità*, in *Giur. comm.*, 2020.
- TINA A., *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007.
- TINA A., *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008.
- TINA A., *La natura giuridica delle clause di garanzia nel trasferimento di partecipazioni societarie*, in *Giur. comm.*, 2012.
- TINA A., *Trasferimento di partecipazioni sociali e annullamento del contratto*, in *Giur. comm.*, 2008.
- TIZZANO R., *La determinazione del prezzo di squeeze-out. Esperienza italiana e prospettive europee*, in *Riv. dott. comm.*, 2004.
- TOLA M., *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008.
- TOMBARI U., *"Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016.
- TOMBARI U., *L'interpretazione degli statuti di società. Profili di ermeneutica giuridica*, in *Diritto Privato 2001-2002*, Padova.
- TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria delle società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004.
- TOMBARI U., *Problemi in tema di alienazione delle partecipazioni azionarie e attività di due diligence*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008.
- TONELLO M., *L'abuso della responsabilità limitata nelle società di capitali*, Padova, 1999.
- TORINO R., *I contratti parasociali*, Milano, 2000.
- TORINO R., *Note in tema di efficacia dei patti parasociali di blocco e di contendibilità del controllo societario nell'ordinamento giuridico italiano e francese*, in *Riv. dir. comm.*, 1999.
- TORSELLO M., *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Contr. e impr.*, 2000.
- TRIMARCHI P., *Le garanzie contrattuali nell'acquisto di partecipazioni sociali*, in *Studi in onore di G. De Nova*, a cura di G. Gitti, F. Delfini e D. Maffei, IV, Milano, 2015.
- TRIPPUTI E.M., *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni statutarie per la violazione di tale divieto*, in *Giur. comm.*, 2010.
- TRISCORNIA A., *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, 2019.
- TRIVELLONI S., voce *Obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato*, in *Enc. giur.*, XV, Roma, 2006.
- TRIVIGNO M.G., *Non spetta il diritto di tag along per il trasferimento della sola nuda proprietà delle azioni*, in *Notariato*, 2018.
- TUCCI A., *I limiti alla circolazione delle azioni*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, I, Torino, 2006.

- TUCCI A., *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005.
- TUCCI A., *Patto di riacquisto di azioni "a prezzo garantito" e patto leonino*, in *Riv. dir. comm.*, 2012.
- TUCCI A., *Trasferimento di quote di società a responsabilità limitata e patti parasociali*, in *Riv. dir. soc.*, 2007.
- UBERTAZZI T.M., *Accordi per gli aumenti di capitale nei risanamenti di impresa: profili civilistici e qualificatori*, in *Contr. e impr.*, 2014.
- UBERTAZZI T.M., *Il procedimento di acquisizione di imprese*, Padova, 2008.
- UNGARI P., *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, Roma, 1974.
- VAGLIENI F., *Sulla validità della proroga del divieto statutario temporaneo di alienazione di azioni*, in *Notariato*, 1999.
- VALENTINI S., *La collegialità nella teoria dell'organizzazione*, Milano, 1980.
- VENTORUZZO M., *Commento all'art. 111*, in P. MARCHETTI e L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Milano, 1999.
- VENTORUZZO M., *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, in *Texas International Law Journal*, 2006.
- VENTORUZZO M., *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Riv. soc.*, 2005.
- VENTORUZZO M., *Recesso e valore delle partecipazioni societarie*, Milano, 2012.
- VENTORUZZO M., *Sindacati di voto a tempo indeterminato e diritto di recesso dei paciscenti nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2006.
- VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015.
- VERCELLONE A., *Sulla derogabilità dell'art. 1379 c.c.: pactum de non alienando e vincoli di destinazione immobiliare*, in *Notariato*, 2020.
- VERGA A., *Errore e responsabilità nei contratti*, Milano, 1941.
- VERRUCOLI P., *Il superamento della personalità giuridica delle società di capitali nella common law e nella civil law*, Milano, 1964.
- VETTORI G., *Efficacia ed opponibilità del patto di preferenza*, Milano, 1988.
- VIDIRI G., *Due questioni in tema di società a responsabilità limitata: il diritto di voto dell'usufruttuario di quote e la soppressione con delibera maggioritaria della clausola di prelazione*, in *Giust. civ.*, 1997.
- VIDIRI G., *Le clausole di prelazione e la denuntiatio nell'attività negoziale e nel diritto societario*, in *Giust. civ.*, 2002.
- VIGHI A., *Diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902.
- VILLA A., *Clausole sulle controversie, arbitrati e competenza del giudice ordinario*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011.
- VISENTINI B., *Sul frazionamento e sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1960.
- VISENTINI B., voce *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, Milano, 1959.
- VISENTINI G., *La teoria della personalità giuridica e i problemi della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1999.
- VISENTINI G., *Le filosofie della società per azioni e l'esperienza italiana*, in *Giur. comm.*, 2015.
- VITALE P., *Contributo allo studio della partecipazione sociale*, Milano, 1965.
- VITALI M.L., *Classes of Shares and Share Redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of the Redeemable Shares*, in *EJCL*, 2006.
- VITALI M.L., *Conferimento d'azienda, valore di conferimento e clausole di earn out*, in M. VENTORUZZO (a cura di), *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011.
- VITALI M.L., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014.
- VITALI M.L., *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013.
- VITALI M.L., *Le modifiche alle Linee Guida "Walker" per i fondi di private equity nel Regno Unito*, in *Riv. soc.*, 2014.
- VIVANTE C., *Gli azionisti fiduciari (prestanomi) nelle assemblee delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1903.
- VIVANTE C., *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, I.

- VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale, (Le cose – merci e titoli di credito)*, Milano, 1986.
- WATSON A., *Legal Transplants: An Approach to Comparative Law*, Edinburgh, 1974.
- WEIGMANN R., *Adattamenti dell'usufrutto all'impresa commerciale*, in *Società*, 2016.
- WEIGMANN R., *Commento all'art. 111*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Commentario al testo unico della finanza*, Torino, 2002.
- WEIGMANN R., *L'autorizzazione dei soci della capogruppo per le operazioni finanziarie delle società controllate*, in *Contr. impr.*, 1988.
- WEIGMANN R., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Tratt. soc. per az.*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1994.
- WELLS STEVENSON S., *The venture capital solution to the problem of close corporation shareholder fiduciary duties*, in *Duke Law Journal*, 2001.
- WESTENDORF S.J., *Compensation through Ownership: The Use of the ESOP in Entrepreneurial Ventures*, in *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006.
- WOMACK J., *Company. Winding up on the Just and Equitable Ground. Stay of Winding-Up Order*, in *The Cambridge Law Journal*, 1975.
- XUEREB P.G., *Il gruppo di società nel diritto inglese*, in *Contr. e impr.*, 1986.
- ZAGAMI P., *L'escrow agreement negli ordinamenti di common law e nell'ordinamento italiano*, in *Trusts*, 2012.
- ZAMPERETTI G.M., *Le clausole di gradimento nella recente prassi statutaria*, in *Giur. comm.*, 1988.
- ZANONI A., *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, 2010.
- ZICCARDI F., *Le norme interpretative speciali*, Milano, 1972.
- ZORZI N., *L'abuso della personalità giuridica*, Padova, 2002.
- ZUDDAS G.-MENICUCCI D.-PALMA M., *Ancora sui limiti al trasferimento delle azioni nella pratica statutaria*, in *Giur. comm.*, 1988.
- ZUDDAS G., *I limiti alla libera trasferibilità delle azioni nella pratica statutaria*, in *Riv. soc.*, 1967.