

“La protezione dei soggetti deboli tra equità ed efficienza del mercato”

ALESSANDRO MORINI

Appunti sulla configurazione unitaria delle «protezioni finanziarie» delle minoranze azionarie in relazione ai poteri della maggioranza di “modellare” la compagine sociale

SOMMARIO.: 1. Introduzione. 2. La stagione del diritto societario imperativo ed il socio «prigioniero» degli altri soci. 3. La relazione tra la durata dell'attività sociale e il tempo di permanenza del socio nella società. 4. La relazione tra la dinamica dell'attività e le posizioni soggettive dell'azionista per come riflesse nel singolo titolo azionario. 5. Le ragioni di apparentamento di talune ipotesi normative e contrattuali di uscita del socio dalla società. 6. Meccanismi di matrice normativa. 6.1. Recesso. 6.2. Offerta pubblica di acquisto, *squeeze out* e *sell out*. 6.3. Acquisto di azioni proprie ed azioni riscattabili. 7. Meccanismi di natura contrattuale. 8. L'apparentamento delle fattispecie esaminate attorno ai meccanismi di attuazione. 9. I meccanismi di uscita del socio e le opzioni finanziarie. 10. In particolare il *triggering event* dell'opzione quale scelta della maggioranza votante. 11. Maggioranza e minoranza come maggioranza e minoranza votante: i riflessi interpretativi dell'arbitraggio normativo della maggioranza, del voto divergente e del recesso parziale.

1. Introduzione.

Le considerazioni che seguono muovono dall'interesse a rappresentare, per le ragioni che successivamente saranno meglio descritte, come nell'attuale assetto normativo – vuoi attraverso specifiche disposizioni normative ovvero tramite apposite pattuizioni statutarie – sia possibile alla maggioranza azionaria determinare a priori il costo relativo alle scelte di carattere imprenditoriale che essa intende assumere e, per l'effetto, l'esistenza di un potere di conformare la compagine sociale in funzione dell'adesione o meno a tali scelte da parte della minoranza azionaria alla quale è attribuita – principalmente - una protezione economica laddove decida di non aderire a tali scelte. In tal modo la maggioranza azionaria può conoscere a priori il costo economico delle proprie decisioni e orientare le stesse anche in funzione di tale elemento, mentre le minoranze sono in grado di valutare, sotto il profilo economico, le alternative a propria disposizione.

Funzionalmente a tale osservazione è possibile ricondurre un complesso di istituti di matrice normativa (offerta pubblica di acquisto obbligatoria o volontaria, *sell out* e *squeeze out*, diritto di recesso, acquisto di azioni proprie e azioni riscattabili) e convenzionale (*Tag along*, *drag along*, opzioni *put* e *call* diritto di far quotare la società) ad uno schema unitario rappresentato da opzioni finanziarie implicite – a seconda dei casi legali o convenzionali – che sono contenute in ciascuna azione e sono esercitabili verso le altre azioni al verificarsi degli eventi – normativi, statuari, decisori o deliberativi – che ne rendono possibile l'esercizio.

Poiché peraltro tali opzioni implicite hanno – per ragioni normative o convenzionali – un diverso costo economico per la maggioranza, si ha ragione di osservare ulteriormente che è nella disponibilità di quest'ultima di scegliere quali eventi consentono alla minoranza di esercitar tali opzioni e, conseguentemente, di compiere arbitraggi normativi allo scopo di minimizzare il costo delle proprie scelte.

Si deve poi sottolineare, con specifico riguardo alle previsioni convenzionali, che, nella prassi contrattuale sviluppatasi nel corso degli ultimi anni, ben difficilmente simili tipici di clausole statutarie o parasociali compaiono isolatamente; nella normalità dei casi la loro introduzione in

modo organizzato costituisce essa stessa un assetto di interessi diverso ed ulteriore rispetto a quello che – in modo isolato e puntuale – si potrebbe indurre dall’analisi delle singole previsioni¹.

Allo scopo di rappresentare tali osservazioni è tuttavia necessario muovere da alcune premesse di carattere generale e ricostruttive della evoluzione storica della materia allo scopo di rilevare le discontinuità che l’attuale disciplina normativa presenta rispetto al passato.

2. La stagione del diritto societario imperativo ed il socio «prigioniero» degli altri soci.

Nella vigenza del codice di commercio la dottrina italiana necessitata dalla esigenza di conferire piena autonomia logica alla personalità giuridica delle società di capitali mosse significativi progressi su tre fronti, nell’ordine della rispettiva epifania, della teoria delle società. La premessa di metodo era anzitutto costituita dal delinearsi della figura del contratto associativo con comunione di scopo e la conseguente capacità che tale figura dogmatica concedeva agli interpreti: di segmentare, per la prima volta, la figura del socio, quale parte contrattuale, e quella della società, quale entità giuridicamente autonoma in termini di imputazione giuridica.

Quasi contestualmente accadeva che, delineando una distinzione di piani tra il socio e la società, divenisse necessario procedere alla protezione “patrimoniale” della società stessa, intesa in termini di iniziativa economica, rispetto alle mire appropriative dei soci della medesima. Si riteneva dunque – a torto – che tale protezione fosse realizzabile lo sviluppo un orientamento per il quale la scelta di porre fine alla partecipazione del socio alla società era assoggettata a vincoli e comunque veniva penalizzata sul piano economico.

In altre parole questo progressivo “irrigidimento” della disciplina del recesso e l’assenza assoluta della possibilità di escludere il socio capitalistico, fondata evidentemente sulla natura dell’apporto in termini esclusivamente capitalistici, dava avvio alla progressiva distinzione tra le ipotesi di recesso proprie delle società di persone largamente disciplinate – a valle delle ipotesi legali - dall’autonomia contrattuale e, comunque, assoggettate soltanto ai limiti propri di quest’ultima, rispetto alla disciplina propria dell’anonima nella quale, invece, l’autonomia dei soci subiva una netta compressione a favore dell’interesse sociale e dei creditori.

Simmetricamente, ed è questo il versante suggerito dalla rilettura della classica monografia sull’esclusione, si delineava, nell’ambito delle società di persone non affette dall’ombra dogmatica costituita dalla personalità giuridica, la trasposizione – nell’ambito dei contatti associativi – della tutela rimediale propria dei contratti sinallagmatici riproducendone lo schema tipico di questi ultimi, adattato, anche dal punto di vista terminologico, alla realtà associativa.

Questa divaricazione funzionale, che appare largamente evidente nella disciplina del recesso, tra società di persone e di capitali risultava riprodotta e definitivamente giuridificata con la redazione del codice civile del 1942.

Diversamente il regime del recesso nelle società di capitali subiva, con l’entrata in vigore del codice civile, il suo definitivo depotenziamento; confinate le proprie ragioni nella tassatività delle ipotesi dedotte normativamente, nella evidente avversione per la possibilità di utilizzare gli spazi dell’autonomia privata.

Il recesso del socio nella s.p.a., quale – ipotizzata - situazione di diretta relazione giuridica con la società impediva un uso esteso dell’istituto poiché ciò avrebbe implicato un evidente attenuazione della protezione del capitale sociale.

La domanda consiste dunque in che cosa si debba intendere per relazione diretta tra socio e società nell’ambito della disciplina del recesso. Non diversamente da quanto accadeva nel codice di

¹ Per quanto attiene a tali profili è, inoltre, opportuno segnalare che potrebbe addirittura considerarsi forviante analizzare simili clausole utilizzando come schema interpretativo quello del rapporto maggioranza/minoranza; è ben noto, infatti, nella prassi che simili previsioni convenzionali sono talora presenti *anche* a tutela della maggioranza.

commercio, ciò ha riferimento al fatto che l'avveramento delle circostanze che motivavano il recesso avrebbero immediatamente comportato il sorgere di una responsabilità solutoria della società stessa verso il socio receduto di talché la decisione dei soci in ordine all'assunzione di una deliberazione che comportasse l'emergere del diritto di recesso importava una disomogeneità tra assunzione della decisione e sopportazione dell'effetto economico: la prima dei soci che vi provvedevano con deliberazione, la seconda della società che doveva provvedere alla liquidazione monetaria del socio receduto.

3. La relazione tra la durata dell'attività sociale e il tempo di permanenza del socio nella società.

Lo studio dell'evoluzione storica dei rapporti societari – prevalentemente concentrata alla classificazione dogmatica degli stessi – ha, quasi naturalmente e forse per necessità logiche relative alle stesse modalità di studio del fenomeno, tralasciato di considerare la variabile “tempo” o, meglio, ne ha preso considerazione con unico riferimento al “tempo interno” al fenomeno².

La domanda diviene, dunque, quali osservazioni si possono, al contrario, compiere sotto il profilo del “tempo esterno” ai fenomeni societari³. Muovendo da tale differente punto di riferimento una considerazione potrebbe dirsi quasi assiomatica; il divenire storico delle attività d'impresa mediante l'uso delle società propone all'interprete come alle origini e per un lungo arco di tempo i soci delle società, nel momento in cui convenivano di svolgere una attività in comune, proiettavano tale iniziativa in uno spazio temporale circoscritto sia che esso fosse determinato per la durata di un solo affare ovvero per alcuni e limitati anni di attività. L'elemento dimensionale quale strumento di spiegazione del successo dell'attività di impresa – in uno con la diversificazione delle attività che una unica società può svolgere – rappresenta, anche, la spiegazione di un diverso modo di approcciare le tematiche della durata dell'attività; infatti essa diviene indeterminata nella sua durata⁴ ed, inoltre, tendenzialmente indifferente rispetto a chi (soci) partecipi ad essa.

Un altro piano che – con riferimento alla durata della società – deve essere preso in considerazione concerne la distinzione – ancora oggi del tutto indeterminata se non fumosa – tra durata della società rispetto alla durata dell'attività; è, infatti, considerazione di comune esperienza che una singola società, pur mantenendo l'assetto di interessi delineato dall'originario contratto, possa nel corso del tempo concludere alcune attività, iniziarne di diverse cioè articolare le proprie iniziative economiche secondo la logica delle convenienze economiche, delle opportunità di mercato o, ancora, delle evoluzioni tecnologiche che via via si susseguono; ciascuna di queste “fasi” dell'attività di impresa avrà una propria autonoma durata, diversa e distinta da quella della società⁵.

² Elias, Saggio sul tempo, Bologna 1986 ove la valutazione del tempo relativamente ad un fenomeno si realizza se vi è un terzo esterno al fenomeno che lo valuta.

³ La prospettiva indicata nel testo si apparenta notevolmente con la rilettura – ancora in fase embrionale – della nozione di “contatto di durata” (cfr. A. Luminoso, *Il rapporto di durata*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 501 e ss. e spec. 524 e ss.). Anche nella citata prospettiva di indagine due elementi sembrano costituire la premessa sistematica per una diversa rilettura del fenomeno; da un lato – anche qui – una rinnovata intensione sull'elemento “tempo” che trasmuta la propria rilevanza dall'adempimento della prestazione al soddisfacimento dell'interesse: quest'ultimo e non il primo deve essere durevole per collocare il rapporto nel novero dei contratti di durata. Dall'altro, lo spostamento di fuoco dalla fase genetica del rapporto a quella esecutiva ed, in essa, l'individuazione di specifici interessi giuridicamente tutelati e non semplicemente durevoli (ivi p. 525) affinché si possa collocare il rapporto tra quelli di durata.

⁴ Non può qui non cogliersi la suggestione che promana da C. Angelici, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, I, p. 5 e ss. e spec. p. 8

⁵ E, si aggiunga, anche diverso riflesso quanto al coinvolgimento dei soci; si pensi – in proposito – alla situazione derivante dalla creazioni di azioni correlate:

Tale durata dell'attività sarà scandita da atti o fatti nella disponibilità dell'organo gestorio con l'eventuale (ma evidentemente non necessario) avallo dei soci stessi⁶.

Quest'ultima osservazione propone, in un primo approccio, due rilevanti riflessi del concreto svolgersi dell'attività di impresa sul piano – diverso ed autonomo - degli assetti normativi apprestati a tutela degli interessi emergenti dal contratto di società.

Il primo è rappresentato dalla necessità di “periodizzare” l'attività d'impresa allo scopo di rilevarne i risultati nel corso del tempo e non, in una prospettiva di temporalità definita, al termine dell'attività stessa⁷.

Il secondo aspetto – in parte conseguente al primo - è costituito dalla progressiva perdita di significato del concetto di quota di liquidazione spettante all'azionista: atteso che l'attività non ha – tendenzialmente fine – diviene puramente chimerico prospettare un concreto ed attuale interesse dell'azionista a percepire la quota residuale all'esito della liquidazione: con ciò svalutando – di fatto – tale aspetto della patrimonialità della partecipazione sociale ed il relativo interesse ad ottenerne protezione giuridica. Sicché appare essere un esercizio di pura astrattezza caratterizzare la partecipazione sociale nel diritto alla percezione della quota di liquidazione.

4. La relazione tra la dinamica dell'attività e le posizioni soggettive dell'azionista per come riflesse nel singolo titolo azionario.

Se – da un lato – pare accettabile non considerare la permanenza del socio coestesa alla durata della società e – dall'altro – considerare centrale la dinamica dell'attività d'impresa per come attuata dagli amministratori, diviene dunque conseguenza indotta rilevare come il cuore teorico della riflessione sia rappresentato dalla radicale sottolineatura del profilo dell'«attività»⁸ ed il conseguente rigetto della tradizione impostazione che impernia la propria costruzione sul soggetto e quindi sull'imputazione ad esso⁹. Ciò comporta una complessiva “oggettivazione” dell'agire sociale incentrato sulla figura di produzione che pone in essere l'attività¹⁰ - da intendersi in senso meta-individuale e collettivo - e, solo in una fase successiva e certamente secondaria, emerge la rilevanza delle modalità attributive del risultato dell'attività ma in una dimensione puramente strumentale, mai finalistica o soggettivizzante¹¹. A riprova della validità dei risultati dell'impostazione brevemente sunteggiata sta la constatazione che, nel medesimo turno di tempo, muovendo da premesse del tutto diverse ed attraverso un percorso largamente debitore di premesse analitiche, si perveniva a risultati del tutto coincidenti sul versante della personalità giuridica¹², cioè dell'«entità», fino a quel momento, deputata - dalla dottrina tradizione - a svolgere – nella sua accezione personificata – la funzione di centro terminale dell'imputazione: qui opera una completa

⁶ Si tratta, con tutta evidenza, di come gli amministratori attuano – ad esempio – un oggetto sociale composito (cioè un programma societario articolato in una pluralità di attività) che attribuisce ad essi la scelta – del tutto discrezionale – circa quali attività considerare preminenti e, quindi, privilegiare temporalmente nell'attuazione e quali, invece, posticipare; quali occasioni di sviluppo cogliere, attraverso l'adozione di nuove tecnologie con il conseguente abbandono di altre: e così via. Non sempre tali scelte degli amministratori sono oggetto di preventiva deliberazione assembleare; in taluni casi (specialmente nel caso in cui tale morfodinamica dell'attività di impresa non appare repentina ma, piuttosto il frutto, della sommatoria di una serie indeterminata di scelte) essa potrà risultare in concreto evidente solo al suo completamento.

⁷ Cfr. P. FERRO-LUZZI, *L'esercizio sociale e la sua rilevanza nel diritto dell'impresa e nel diritto delle società*, in *Riv. dir. comm.* 1965, II, p. 391 e ss. e spec. p. 404.

⁸ Cfr. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1969, p. 213 e ss. e 280 e ss.

⁹ Cfr. Ferro-Luzzi, op. cit., p. 282: «la dottrina ha costantemente avvertito e studiato (...) più i problemi diciamo genericamente del centro di riferimento degli effetti che non quelli della produzione dell'azione».

¹⁰ Cfr. Ferro-Luzzi, op. cit., p. 286.

¹¹ Cfr. Ferro-Luzzi, op. cit., p. 305 per le conclusioni dell'elaborazione.

¹² Anche qui il riferimento obbligato è a d'Alessandro, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, in *Studi in memoria di Tullio Ascarelli*, Milano, 1969, I, 241 ss. Per l'indagine filosofica circa le decostruzioni del fenomeno della «personalità giuridica» cfr. Pintori, *Il concetto di persona giuridica nell'indirizzo filosofico analitico*, in *Quaderni fiorentini*, Milano, 1982-3, 721 ss.

depurazione degli elementi pre-giuridici compendosi un integrale allineamento della realtà giuridica alla realtà normativa.

Una volta rimossa l'ingombrante impostazione dogmatica rappresentata dai profili di imputazione era conseguentemente possibile procedere ad una ulteriore semplificazione direttamente indirizzata alla sola società per azioni¹³ laddove tale meccanica subiva, quanto al rapporto sociale, l'ulteriore profilo dell'incorporazione nell'azione e, quindi, dei profili cartolari connessi alla qualificazione del titolo azionario quale titolo di credito. Ricorrendo all'applicazione di strumenti concettuali analoghi a quelli già utilizzati per la personalità giuridica era, dunque, possibile pervenire alla decostruzione della partecipazione sociale obliterando le sovrastrutture dogmatiche che unificavano il complesso delle situazioni soggettive dell'azionista sotto lo schema unificante dello status¹⁴ ovvero del bene immateriale¹⁵ o del diritto soggettivo¹⁶. Ma ciò che più rileva di tale sviluppo dell'elaborazione concettuale – per i profili che interessano – concerne l'aspetto della serialità specificatamente propria dei titoli azionari e cioè, da un lato, l'impossibilità di concepire il titolo azionario come titolo individuale e, dall'altro, la caratteristica di incorporare un rapporto plurilaterale¹⁷: ed inoltre tale incorporazione non concerne singoli elementi del rapporto plurilaterale medesimo ma occorre una «integrale cartolarizzazione del rapporto»¹⁸ e, per conseguenza – una volta scomposta la personalità giuridica ed i meccanismi di imputazione – diviene possibile individuare in ogni possessore di azione sia il principio che la fine del rapporto cartolare con coincidenza di emittente e possessore del titolo¹⁹; tuttavia il più generale riflesso è la duplice circostanza che il rapporto cartolare unisce tra loro i portatori delle azioni (e non i portatori singolarmente intesi e la società in un fascio di rapporti seriali ma tra loro paralleli)²⁰ e tale relazione tra i possessori di azioni consente la protezione reciproca di tutti i soggetti del rapporto²¹. Si perviene, in questo modo, ad una relazionalità diretta tra soci portati di azioni senza la superflua intermediazione della società.

In ogni caso non va dimenticato che la partecipazione sociale incorporata nel titolo resta comunque un semplice aggregato di volta in volta diritti, obblighi facoltà, poteri, soggezioni tra loro unitariamente considerate solo per finalità di sintesi linguistica; ma, se è predicabile una relazione di protezione reciproca tra i singoli portatori di azioni cioè per l'aggregato, è altresì predicabile una diretta relazione tra le singole parti dell'aggregato cioè tra facoltà, diritti, soggezioni potestà: reciprocamente correlati nei rispettivi e simmetrici vincoli sicché al diritto di un portatore farà riferimento la soggezione di un altro e così via; ciascuno in una catena atomistica correlata individualmente a ciascuna della serie delle azioni emesse.

Consegue qui direttamente dalla integrale cartolarizzazione del rapporto e cioè la «riproduzione» nell'azione di tutte le situazione soggettive che compendiano l'azione stessa²²: in altri termini l'azione riflette al proprio interno la struttura ed il contenuto del contratto di società.

E' opportuno interrompere – per un attimo – la breve ricostruzione per dare conto delle rilevanti conseguenze che su tale impostazione ricostruttiva hanno gli effetti della riforma del diritto

¹³ Cfr. d'Alessandro, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968. Nonostante tali sviluppi concettuali permane tuttora una radicale differenziazione nell'ambito dottrinale di cui – ad esempio – da conto Angelici, *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. com.*, 1985 e ora in Id., *Attività ed organizzazione*, Torino, 2007, p. 107 ss. e spec. p. 110.

¹⁴ Cfr. d'Alessandro, op. ult. cit., p. 11 e ss.

¹⁵ Cfr. d'Alessandro, op. ult. cit., p. 27 e ss.

¹⁶ Cfr. d'Alessandro, op. ult. cit., p. 65 e ss.

¹⁷ Cfr. d'Alessandro, op. ult. cit., p. 303.

¹⁸ Cfr. d'Alessandro, op. ult. cit., p. 316.

¹⁹ Cfr. d'Alessandro, op. ult. cit., p. 306-7.

²⁰ Per taluni riflessi relativi alla impostazione tradizionale che, invece, mediava il rapporto tra soci per il tramite della società: Angelici, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, Torino, 2004, 1*, p. 99 ss. e spec. p. 133.

²¹ Cfr. d'Alessandro, op. ult. cit., p. 308.

²² Cfr. d'Alessandro, op. ult. cit., p. 118-119.

societario. Infatti il quadro appena tratteggiato - si spera - corrisponde a quello consegnatoci dal legislatore storico orientato alla compressione del campo di azione dell'autonomia privata a beneficio di regimi imperativi ed inderogabili²³.

Negli osservatori più attenti si è, infatti, prospettata la circostanza che la riforma del diritto societario abbia alterato le categorie concettuali attraverso le quale procedere all'interpretazione degli schemi normativi approntati dal legislatore stesso e che per conseguenza debba attribuirsi all'attività di impresa la primazia ermeneutica nell'ambito del diritto societario²⁴.

Tuttavia muovendo la tale premessa emergono ricadute significative dal punto di vista della ricostruzione sistematica dei rapporti tra i soci stessi poiché appare impensabile che, una volta prescelta una simile prospettazione interpretativa, si possa pretermettere l'esame del riflesso che la dinamica dell'attività di impresa assume nei riguardi delle situazioni soggettive che si riassumono nella qualità di socio; in altri termini non è possibile una lettura unicamente dell'organizzazione del soggetto che esercita l'impresa ma occorre rilevare gli effetti sulle dinamiche di quest'ultima nelle relazioni tra soci.

5. Le ragioni di apparentamento di talune ipotesi normative e contrattuali di uscita del socio dalla società

Da ciò muove un difforme punto di osservazione di una serie di istituti tra i quali *in primis* il diritto di recesso e, per questa via, ad esso si tenderanno di apparentare - in ragione della coerenza di ragioni logiche - le altre fattispecie rispetto alle quali si postulano ragioni identitarie²⁵.

6. Meccanismi di matrice normativa

a. Recesso

A questo scopo conviene raggruppare un insieme di ipotesi - disciplinate dall'art. 2437 c.c. che, pur differenziandosi tra loro, presentano elementi si sostrato comuni: la prima fra questi gruppi di ipotesi, rappresenta la dinamica dell'attività di impresa cioè il suo profilo diacronico è il caso del recesso previsto dall'art. 2437 comma 3 c.c. per il caso della società costituita a tempo indeterminato²⁶. La priorità di analisi è, altresì, giustificata dalla circostanza che l'indeterminatezza temporale della società appare essere una significativa novità rispetto ad una ultracentenaria disposizione di segno contrario.

Per ragioni di simmetria logica devono essere apparentate - a quella relativa alla durata indeterminata della società - due ulteriori previsioni: rispettivamente quella concernente la revoca dello stato di liquidazione nonché l'ulteriore concernente la proroga del termine di durata della società stessa. La ragione appare evidente e forse neppure meriterebbe considerazione; così come l'attività di impresa che non ha una durata determinata esclude - in tesi - la sussistenza concreta di un diritto alla quota di liquidazione all'opposto una volta sorto il diritto - almeno potenzialmente - con la messa in liquidazione della società, neppure è possibile la propria ablazione. O, ancora, una

²³ Per utilizzare una felice rappresentazione del tema formulata al crepuscolo della vigenza della originaria disciplina societaria disegnata nel codice civile (Angelici, *Le basi contrattuali della società per azioni*, cit., p. 102) si assisteva ad una assimilazione delle regole contrattuali a quelle legislative.

²⁴ Cfr. Angelici, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicus rum Gian Franco Campobasso diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 1, p. 3 ss. e spec. p. 11 «Potrebbe allora essere spontaneo chiedersi se nel nostro ordinamento (...) non sia proprio la categoria dell'impresa a poter fornire lo schema concettuale sulla cui base costruire il diritto societario (...) significa invece chiedersi se vi è sufficiente materiale normativo per poter imposta i problemi delle società come problemi dell'organizzazione e dell'attività di impresa e non soltanto della "società" tra i soci».

²⁵ Appare di tutta evidenza che talune cause di recesso presentano profili particolari che - pur potendosi inquadrare nel contesto di seguito descritto - presentano peculiarità tali da costringere l'interprete ad un approccio in parte differenziato.

²⁶ Si è già visto retro il concetto di indeterminatezza con riferimento al tempo interno dell'attività

volta che l'attività di impresa sia cessata in conseguenza della messa in liquidazione neppure può imporsi a maggioranza di dare alla stessa un nuovo inizio.

Sempre seguendo la lettura orientata all'attività delle previsioni relative al recesso dell'azionista nonché il raggruppamento qualitativo sopra delineato, deve – per continuità di ordine logico – indicarsi il tema del trasferimento della sede sociale all'estero. Anche per questo ipotesi la tradizionale rappresentazione della *ratio* della disposizione che riflette la circostanza rappresentata dal continuismo normativo tra vecchia e nuova disposizione è costituita dal mutamento del quadro giuridico di riferimento entro il quale si collocano i diritti dei soci²⁷; tuttavia si dimentica che un diverso contesto normativo ha – prima di ogni altra cosa – riflessi sullo svolgimento della stessa attività di impresa svolta dalla società che ne trasferisce la sede con le conseguenze – in taluni casi migliorative in altri di segno contrario – sull'attività stessa²⁸.

Su tutte queste ipotesi campeggia la fattispecie della modificazione dell'oggetto sociale che, per se stessa, rappresenta l'apogeo dell'indirizzo ermeneutico che si è in principio posto a fondamento della lettura dell'art. 2437 c.c.

Per quanto si siano avanzate numerose prospettazioni circa la *ratio* del diritto di recesso e della sua estensione²⁹, sembra difettare una qualificazione dell'istituto in termini contrattuali o più ampiamente civilistici; né potrebbe accettarsi una piana equivalenza basata sull'impiego di identica terminologia tra i contratti sinallagmatici ed i contratti associativi³⁰. E' ben chiaro da tempo che il presupposto del recesso nei contratti sinallagmatici di durata attiene alla *prestazione* ma, nella s.p.a., essa si esaurisce con il conferimento e, quindi, l'unico rapporto di durata è quella afferente all'organizzazione non al rapporto del socio³¹.

Pertanto l'unica ricostruzione qualificatoria del fenomeno che presenti convincenti conclusioni appare essere – alla luce delle considerazioni sopra svolte in ordine alla personalità giuridica ed alla partecipazione azionaria- quella formulata in termini di diritto di opzione³²; in particolare una opzione di vendita (*put*) del socio dissenziente che diviene attuale all'assunzione della deliberazione che ne contempla l'esercizio.

Tuttavia – seppure in assenza di altrettanto esatta qualificazione dogmatica dell'istituto del recesso – è diffusamente percepito il sostrato economico ed operativo dell'opzione³³; sia in termini di atto

²⁷ Peralto una simile tralaticia impostazione dovrebbe oggi essere riconsiderata alla luce dello spazio giuridico unitario cui tendenzialmente si orienta l'ordinamento comunitario e, per conseguenza, assumendo quale ragione giustificativa del diritto di recesso la modificazione per il socio del quadro legislativo di riferimento si dovrebbe poi provvedere alla mitigazione del principio circoscrivendolo – con una valutazione concreta – a quei singoli ordinamenti che prevedono sostanziali antinomie strutturali con i principi dell'ordinamento societario nazionale.

²⁸ Ne sono testimonianza i fenomeni di delocalizzazione imprenditoriale.

²⁹ Una silloge accurata che raggruppa omogeneamente i filoni interpretativi in merito si trova ora in FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*², Milano, 2009, 99 ss.

³⁰ Sul punto Spada, *Diritto commerciale – II Elementi*², Padova, 2009, 217 e Paciello, *Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.* 2004, I, 418.

³¹ Seppure sinteticamente per identica veduta FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, cit., 352 e nota 27 ma vedi anche *a contrario* per l'ipotizzabilità della durata del conferimento solo in termini di prestazione accessoria cfr. p. 343 nota 48.

³² Cfr. De Nova, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.* 2004, 154 s. Ovviamente non vi è chi non veda come l'impostazione qui accolta presupponga – quanto agli istituti esaminati – una distinzione di piani tra socio e società: nell'impostazione che tiene distinte l'organizzazione come attività di produzione giuridica ed le singole azioni quali *quanta* del complesso di poteri soggezioni e prerogative si può solo postulare il riflesso di ciascun piano sull'altro non l'interazione costante. Diversamente FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*², cit., 148 s. e 182 ss. che assume la posizione simmetrica ma, soprattutto, considera indistinte le situazioni giuridiche relative alla s.r.l. rispetto alla s.p.a. per la quale solo può predicarsi la cartolarizzazione del rapporto.

³³ Su cui *infra* sub. 9.

che ne rende possibile l'esercizio³⁴ che in termini di «costo» per la maggioranza e, quindi, conseguentemente di attribuzione alla minoranza del potere di scelta tra concorrere la decisione condividendone i rischi connessi alla sua attuazione sul piano dell'attività ovvero ottenere un corrispettivo al fronte dell'assunzione di essa³⁵.

Certamente per le fattispecie così brevemente elencate può instaurarsi una lettura comune ed orientata ma, che, in ogni caso, si esaurisce entro il perimetro identificativo dell'istituto (recesso) a cui accedono, ben diversa configurazione concerne la clausola relativa modificazioni del diritto di voto e di partecipazione soprattutto se messa in correlazione con le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie ed il diritto di *sell out*.

b. Offerta pubblica di acquisto, squeeze out e sell out

Per identità di fonte legale trovano collocazione accanto al recesso – nel quadro della qualificazione come opzioni – una serie di istituti prettamente approntati per le società con azioni negoziate in mercati regolamentati che presentano la caratteristica eminente di evidenziare in modo continuo il valore del sottostante all'opzione.

In ordine all'inclusione dell'offerta pubblica obbligatoria, disciplinata dall'art. 106 TUF, nell'ambito delle opzioni di vendita si è potuti pervenire, a seguito dell'analisi dottrinale e dei precedenti giurisprudenziali relativi all'inadempimento all'obbligo di procedere al lancio dell'offerta³⁶, a risultati ormai consolidati.

Sembra infatti che le pronunce più recenti³⁷ siano chiaramente orientate nel rilevare come obbligo di lanciare l'offerta pubblica rappresenti una opzione di vendita (*put*) a favore degli altri azionisti; piuttosto è in discussione – da un lato - quale debba considerarsi il fatto che rende effettivo l'esercizio dell'opzione (*triggering event*): se esso debba essere individuato nel semplice superamento della soglia di legge³⁸ ovvero l'avvenuto deposito del documento di offerta e – dall'altro – la fonte dell'obbligo: se esso discenda direttamente dalla legge³⁹ ovvero abbia la propria

³⁴ Si allude all'orientamento che intende il recesso come contrappeso all'espansione dei poteri della maggioranza e con ciò identificando il potenziale conformativo che hanno le deliberazioni da essa assunte attributive del diritto di recesso: cfr. Marasà, *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo della s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.* 2003, I, 135; Granelli, *Il recesso del socio di società di capitali alla luce della riforma del diritto societario*, in *Società* 2004, 148; ma soprattutto Calandra Bonaura, *Il recesso del socio nelle società di capitali*, in *Giur. comm.* 2005, I, 292 ss. e Niccolini, *La «revoca dello stato di liquidazione» nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, cit., 4, 56.

³⁵ Soprattutto nel modo più consapevole Angelici, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, in *“Progetto Mirone” e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2000, 58.

³⁶ Il riferimento è alla nota vicenda Fondiaria SAI: Trib. Milano, 9 giugno 2005, in *Riv. dir. comm.* 2005, II, 227 con nota di Guizzi; Trib. Milano 24 aprile 2006, in *Giur. It.*, 2006, 2093 con nota di Cavanna; Trib. Milano 8 maggio 2006, in *Giur. it.* 2007, 1707 nota di Desana; Trib. Milano 17 maggio 2007, in *Giur. comm.* 2008, II, 464 con nota di Cacchi Pessani, *Violazione dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno*; Trib. Milano 29 maggio 2008, in *Giur. comm.* 2009, I, 78 con nota di Desana, *Il caso Sai Fondiaria: ancora tre decisioni attendendo la Cassazione*, in *Banca borsa tit. cred.* 2008, II, 635 con nota di Tucci, *Tribunale versus Corte d'Appello nel caso Sai Fondiaria: le combat continue*; Trib. Milano 15 marzo 2010, in *Banca borsa tit. cred.* 2011, II, 580 con nota di Tucci; App. Milano 15 gennaio 2007, in *Foro it.* 2009, 5, I, 1597, in *Riv. dir. comm.* 2007, 217 nota di Ambrosoli, in *Banca borsa tit. cred.* 2007, II, 572 con nota di Desana, *Tribunale versus Corte d'Appello nella vicenda Sai Fondiaria: due pronunce ambrosiane sulle conseguenze della violazione dell'Opa obbligatoria* e *Banca borsa tit. cred.* 2008, II, 486 con nota di Festi, *Mancato lancio di o.p.a. obbligatoria e responsabilità*, *Giur. merito* 2007, 2578 con nota di Meruzzi, *Responsabilità da contratto, culpa in contraendo e dintorni: il caso SAI-FONDIARIA-MEDIOBANCA tra vecchi pregiudizi e nuove prospettive*.

³⁷ Trib. Milano 15 marzo 2010, cit. ma già nello stesso senso Trib. Milano 9 giugno 2007 cit. sulla scorta anche, in dottrina, di Gatti, *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.* 2005, II, 785.

³⁸ Tucci, *Il tribunale di Milano e la violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto: un passo avanti e due indietro*, in *Banca borsa tit. cred.* 2001, II, 602.

³⁹ Tucci, *Il tribunale di Milano e la violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto: un passo avanti e due indietro*, cit. 602 e Id., *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica. Rimedi e tutele*, Milano, 2008, 91 ss.

fonte nel contratto di società rispetto al quale le disposizioni del TUF avrebbero funzione integrativa⁴⁰.

Ai fini del governo dell'impresa, il legislatore predetermina delle soglie quantitative di possesso azionario che, per ragioni differenziate, costituiscono una compressione dei poteri dei soci residuali, anche nel caso in cui - come nell'o.p.a. obbligatoria - essi rappresentino la maggioranza quantitativa del capitale sociale; ciò sul presupposto - desunto dalla normalità dei casi ed implicito dalla previsione relativa all'esenzione dall'o.p.a. di cui all'art. 106 comma 5 TUF - che, in questi casi, la restante parte del capitale sociale risulti diffuso tra il pubblico e privo di una realistica capacità di coagulo. Peraltro trova riscontro dottrinale⁴¹ la verifica dell'equivalenza - o della capacità permutativa - di talune cause di recesso rispetto alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto anche in ragione della previsione contenuta all'art. 2497-quater lett. c) c.c. che espressamente prevede che al ricorrere della seconda non si faccia luogo all'attribuzione del diritto di recesso.

Fino a questo punto si sono analizzate le ipotesi che si caratterizzano - oltre che per una matrice comune di cui si è cercato di dare conto - anche per l'ulteriore circostanza che esse sono tutte *seller side* ovvero - per continuare e dare corpo all'impostazione che motiva le presenti note - sono delle *put options* poiché consentono all'azionista che le esercita di obbligare all'acquisto delle proprie azioni.

E' di tutta evidenza che sotto questo fronte si devono collocare gli diritti ed obblighi di acquisto (*squeeze out* e *sell out*) previsti dall'art. 108 TUF⁴² e dall'art. 111 TUF. Sebbene taluno prospetti la collocazione del secondo quale onere⁴³. Risulta palese dalla stessa formulazione legislativa che lo *squeeze out*⁴⁴ rappresenta l'incrocio - come opzione di acquisto (*call*) - delle diversa opzione di vendita (*put*) prevista per il *sell out*. Tale incrocio risulta costante nel sistema delle opzioni finanziarie che usualmente tendono ad incrociare temi ed eventi che organizzano l'esercizio in via prioritaria dell'uno o dell'altra⁴⁵.

c. Acquisto di azioni proprie ed azioni riscattabili

Per quanto riguarda, invece, l'acquisto di azioni proprie occorre svolgere qualche considerazione più approfondita. In linea di prima approssimazione si potrebbe rilevare che l'acquisto di azioni proprie si differenzia dagli istituti appena esaminati poiché l'acquisto delle azioni avviene ad opera della società e, quindi, l'assunto sopra indicato secondo cui in tutte le fattispecie in esame si riscontrerebbero opzioni intercorrenti tra i soci risulterebbe non confermato almeno limitatamente a tale ipotesi. Tuttavia tale impostazione risulterebbe non esattamente coerente con la correlazione l'istituto dell'acquisto delle azioni proprie e le concezioni appena esaminate relative sia alla personalità giuridica che alla partecipazione azionaria.

In estrema sintesi e senza possibilità di formulare qui articolatamente la dimostrazione, se, infatti, "personalità giuridica" non è altro che una sintesi linguistica riassuntiva di una articolata disciplina giuridica che consente di ricondurre l'attività svolta dalla società alle persone fisiche - unico soggetto dell'ordinamento - per cui possano predicarsi diritti, obblighi, facoltà od altro, risulta

⁴⁰ Trib. Milano 15 marzo 2010, cit. e Castronovo, *Vaga culpa in contraendo: invalidità responsabilità e la ricerca della chance perduta*, in *Europa e dir. priv.* 2010, 40.

⁴¹ Cfr. Angelici, *La riforma delle società di capitali*², Padova, 2006, p. 191 nonché Frigeni, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*², cit., 169 nota 173.

⁴² Per la collocazione di tali strumenti nell'ambito delle operazioni di c.d. *delisting* cfr. Pomelli, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, *Riv. soc.* 2009, 407 ss.

⁴³ Tola, *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008, 278.

⁴⁴ Cfr. Tola, *Opa e tutela delle minoranze*, cit., 133.

⁴⁵ Per l'impostazione del testo in un'ottica di unitarietà dei due istituti e di inquadramento degli stessi nell'ambito dell'opzione cfr. Marghegiani, *L'obbligo e il diritto di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto* a cura di Stella Richter jr., Torino, 2011, 241.

evidente che sarebbe afflitto da vizio di circolarità qualunque ragionamento che ipotizzasse – quale propria conclusione – che la società diviene titolare delle proprie azioni.

Se si combina tale assunto con la ridetta impostazione in ordine alla natura della partecipazione azionaria, ne consegue che ogni acquisto di azioni proprie si risolve – attese le sopra esposte considerazioni – in un meccanismo interno di espansione dei diritti e delle prerogative incorporate in ciascuna azione. Se ciascuna azione incorpora al proprio interno – in ragione della integrale cartolarizzazione del rapporto – tutta la disciplina della società - necessariamente ne incorpora anche la disciplina legale: di conseguenza ciascuna azione è – potenzialmente – oggetto di una opzione di acquisto da parte della società in ragione della disciplina dell'acquisto di azioni proprie. Ma poiché la società non è altro che espressione di una sintesi verbale ne consegue che – in realtà - l'acquisto non si risolve in altro che nell' espansione dei diritti incorporati in ciascuna azione proporzionalmente al numero di azioni acquistate.

Le considerazioni così in breve esposte sono confortate da una serie di argomenti sistematici e normativi.

Dal punto di vista sistematico un ruolo centrale ricorre nella qualificazione della «autorizzazione» assembleare contemplata dall'art. 2357 c.c. che viene – seppure sia mancato un completo approfondimento sul tema – normalmente considerata come espressione del potere dispositivo dei soci sia in ordine alla composizione della compagine sociale sia delle parti del netto patrimoniale mediante le quali può realizzarsi l'operazione di acquisto⁴⁶.

Sul versante normativo il profilo della estensione di diritti patrimoniali ed amministrativi delle azioni in circolazione dopo l'acquisto delle azioni proprie è la diretta conseguenza del regime vincolistico previsto per queste ultime dall'art. 2357-ter comma 2 c.c.⁴⁷

Quindi nell'acquisto di azioni proprie si realizza, mediante la deliberazione assembleare di autorizzazione, l'atto che attua il potere di esercizio dell'opzione di acquisto (e il corrispettivo obbligo di vendita) incorporata in ciascuna azione, potere che viene poi reso concreto dagli amministratori in attuazione della delibera stessa.

Le regole in materia di acquisto di azioni proprie costituiscono, anche, elemento della disciplina delle azioni riscattabili⁴⁸; tuttavia, il fenomeno del riscatto ha una estensione ben più vasta con

⁴⁶ Per una articolata analisi sul tema mi permetto rinviare al mio *La partecipazione di società di capitali a società di persone*, Genova (s.d.), 300 ss. Tuttavia il tema appare significativamente inteso dalla dottrina: G. Addressi, *Acquisto di azioni proprie: per conto di chi?*, in *Riv. soc.*, 1984, 437 e ss. e spec. 446 s. «La competenza esclusiva dell'assemblea a deliberare l'acquisto di azioni proprie rientra esattamente nello schema dei ruoli tipici degli organi sociali nella procedura formativa del bilancio»; F. Carbonetti, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, 63 e 77; A. Pavone La Rosa, *Le attribuzioni dell'assemblea della società per azioni in ordine al compimento di atti inerenti la gestione sociale*, in *Riv. soc.*, 1997, 2 «Dovendo l'acquisto delle azioni proprie essere effettuato con utili distribuibili o riserve disponibili, in nessun caso gli amministratori avrebbero potuto dare corso all'indicata operazione in assenza di una preventiva autorizzazione dell'assemblea, rientrando nella competenza esclusiva di quest'organo la facoltà di deliberare in ordine alla distribuzione degli utili ai soci». S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto di azioni proprie e diritti degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1973, 1 e ss. e spec. 10 «A quest'ambito (n.d.r. autonomia contrattuale privata) va pertanto ricondotta anche l'operazione di acquisto delle azioni proprie, in quanto considerata come atto di disposizione dell'ordinamento sociale, (...) e insomma come vicenda modificativa della compagine sociale preesistente»; I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, cit., p. 100; P. FERRO-LUZZI, *L' "antropofagia" societaria: riflessioni sulla natura e sulle vicende delle azioni proprie in portafoglio*, in *Riv. soc.*, 2001, 1276 e ss. e spec. 1281 per il quale le vicende relative alle azioni proprie «incidono sull'assetto della compagine sociale, il che è materia dei soci non degli amministratori».

⁴⁷ Su tale ultimo punto per approfondimenti e richiami cfr. da ultimo Carbonetti, *Commento agli articoli 2325-2379-ter c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* diretto da d'Alessandro, Padova, 2010, II, 1, 353 ss. ove anche gli ulteriori riferimenti.

⁴⁸ Per alcune prime considerazioni sul punto v. L. Calvosa, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 198 ss., la quale, nonostante il silenzio dell'art. 2437-sexies, c.c. sul punto, ritiene lecita una clausola che preveda "l'obbligo di riscatto" (e non il potere) da parte della società, considerando altresì

rilevante interferenza con la modificazione degli assetti proprietari della società⁴⁹. Entro questa varia articolazione di istituti – di cui si predica la sostanziale omogeneità – si individua per taluni la natura di potere conformativo della compagine sociale⁵⁰: ma predicando ciò per uno di essi ed assumendone l'identità con altri evidentemente rende possibile l'applicazione di proprietà permutative.

L'interpretazione più accreditata del riscatto previsto dall'art. 2437-sexities c.c. – conforata alla previsione legislativa - lo configura come soggezione del titolare delle azioni riscattabili rispetto alla società o al socio cui è attribuito il diritto⁵¹; tale qualificazione - e quella gemella rappresentata dalla situazione in cui il riscatto sia doveroso – sono comunemente incluse nell'area delle opzioni di acquisto e vendita (*put and call options*)⁵².

7. Meccanismi di natura contrattuale

Pervenuti tali considerazioni risulta allora necessario esaminare le fattispecie legislative che introducono ex lege opzioni – in comparazione – con quelle ipotesi, già sopra elencate, le quali sul piano convenzionale distribuiscono diritti di opzione di acquisto o vendita di azioni a favore o contro i titolari di gruppi di azioni⁵³.

Per la frequenza con cui ricorrono, le principali fattispecie concernono i c.d. *drag along* (o diritti di trascinarsi), le clausole di *tag along* (la loro variante *come along*) e le opzioni di acquisto o vendita (ovvero *put & call option*) le c.d. clausole di *piggy-back rights* e le ipotesi di OPA statutaria.

Come brevemente già accennato⁵⁴ l'emersione all'osservazione della dottrina e della giurisprudenza di simili pattuizioni ha avuto occasioni molto differenti che – in parte – ne hanno condizionato l'analisi⁵⁵. Certamente, per priorità temporale di impiego, debbano essere esaminate, seppur

non applicabili a tale ipotesi le regole sulla determinazione del prezzo secondo i criteri dettati in tema di recesso, come richiamati dall'art. 2437-sexies, c.c.; M. Centonze, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa*, 2005, I, 50 ss.; Marasà – Ciocca, *Recesso e riscatto nelle S.p.a.* Padova, 2011 e Ciocca, *sub. art. 2437-sexies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* diretto da d'Alessandro, Padova, 2011, II, 2, 807 ss.

⁴⁹ Infatti si sottolinea che il riscatto comprende i fenomeni di *squeeze out* e la relazione con l'inadempimento delle prestazioni accessorie ma soprattutto i casi di fusioni e scissioni semplificate (artt. 2506-ter c.c. e 2505-bis c.c.) attribuite ai soci residuali (titolari del 10% del capitale sociale) del diritto di farsi acquistare le azioni dalla incorporante nel caso in cui si intenda prescindere dalla relazione degli esperti circa la determinazione del rapporto di cambio: cfr. Ciocca, *sub. art. 2437-sexies*, cit., 808.

⁵⁰ Cfr. Venturozzo, *Commento sub. art. 111*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza: D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario* a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, 1999, 474.

⁵¹ Ciocca, *sub. art. 2437-sexies*, cit., 809 ove ulteriori riferimenti.

⁵² E. PANZARINI, *Il contratto di opzione* cit., XVI e Ciocca, *sub. art. 2437-sexies*, cit., 809. Qualificazione (come opzione *put*) che viene confermata anche con riferimento all'art. 2505-bis: cfr. Brodasca, *sub. art. 2505-bis*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da Marchetti – Ghezzi – Bianchi – Notari, *Traformazione – Fusione Scissione*, Milano, 2006, 1003. Più tortuosa – ma con esiti che non sarebbero poi dissimili – Ferri jr., *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 4, 249 che richiama, invece, il recesso previsto per il caso della direzione e coordinamento dall'art. 2497-quater c.c.; tuttavia la norma prevede anche l'ipotesi di sostituire – creando un meccanismo di equivalenza - il recesso con l'offerta pubblica di acquisto: si è visto che tale situazione integra il caso dell'opzione *put* anch'essa. Da qui la conclusione che pur nella differenza di percorso vi sia identità di risultato qualificatorio.

⁵³ Convenzionalmente si è usi distribuire tali opzioni a favore della minoranza con finalità di protezione del valore economico della partecipazione. Sebbene tale impostazione risponda statisticamente alle ricorrenze della prassi contrattuale è tuttavia riscontrabile la ricorrenza di tali diritti anche con riferimento a situazioni opposte.

⁵⁴ Cfr. sopra n. 1.

⁵⁵ E' infatti relativamente recente rispetto alla prassi il tentativo di inquadrarle complessivamente nell'ambito del contratto di opzione: cfr. E. PANZARINI, *Il contratto di opzione I. Struttura e funzioni*, Milano, 2007, 256 ss.

sommariamente, le opzioni di acquisto e vendita: ovviamente nella limitata estensione che esse assumono come previsioni statutarie.

Infatti la discussa emersione di tali pattuizioni – ed in particolare di quelle in cui l'esercizio dell'opzione avviene a prezzo predefinito – si ebbe in relazione agli accordi di retrocessione contemplati da partecipazioni in società a scopo di finanziamento per i quali si è a lungo dubitato – fino a recenti arresti della Corte di Cassazione⁵⁶ – della piena compatibilità con il divieto di patto leonino⁵⁷.

Sebbene, in linea prevalente, le opzioni di acquisto e vendita appartengano piuttosto al territorio dei patti parasociali che alla disciplina statutaria è tuttavia ben noto alla prassi l'inserimento di clausole statutarie che riflettono la disciplina del contratto di opzione. Senza possibilità di fornire una tassonomia completa si deve ricordare – prima della riforma del diritto societario – l'esperienza delle clausole di riscatto⁵⁸ - in oggi assorbite ormai dalla disposizione dell'art. 2437-*sexties* c.c. -, le clausole di consolidamento strumentali al mantenimento entro l'ambito familiare il controllo della società⁵⁹ alla cui famiglia si apparentano vere e proprie clausole statutarie contenenti opzioni

⁵⁶ Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Società*, 1995, 178 ss., in *Notariato*, 1995, 244 ss., con nota di LA PORTA, *Patti parasociali e patto leonino*; in *Giur. comm.*, 1995, II, 478 ss., con nota parzialmente adesiva di CIAFFI, *Finanziarie regionali e patto leonino* (con nota solo in parte adesiva) e, tendo seguito al precedente, Coll. Arbitrale, Lodo 7 aprile 2000 (Minervini-Cuffaro-Giorgianni), in *Contr. e impr.*, 2000, 959 ss. e Trib. Cagliari, 19 giugno 2000, in *Riv. giur. sarda*, 2001, 471, con nota di CINCOTTI, *Sulla liceità del patto di smobilizzo della c.d. partecipazione a scopo di finanziamento* che, ai fini che qui interessano, classifica la fattispecie degli accordi di retrocessione tra i patti di opzione. Cfr. anche (ma con analisi più limitata al solo patto leonino) 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*.

⁵⁷ Si orientano in posizione di favore: Graziani, *Patto leonino e contratto di garanzia*, in *Studi di diritto civile e commerciale*, Napoli, 1953, 489 ss.; Minervini, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, 771 ss., spec. 777 ss.; Piazza, *La causa mista credito-società*, ivi, 1987, 805 ss. nonché voce *Patto leonino*, in *Enc. dir.*, Milano, 1982, 526; Sbisà, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, ivi, 816 ss.; R. Santagata, *Patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 54 ss.; Leozappa, *Le partecipazioni a scopo di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 290 s.; Torsello, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Contr. e impr.*, 2000, 917 s.; E. Barcellona, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, 48 ss., 56 ss. e 77 s. e anche: Calvosa, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 242 ss.; Ceroni, *Simulazione e patti parasociali*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1990, 1111 ss., spec. 1152 ss. Mentre si trovano in posizione opposta risalentemente Lordi, *Patto leonino: garanzia di soci che esonerano un altro socio dalle perdite*, in *Riv. dir. comm.*, 1942, II, 305 s., e, invece, in tempi più prossimi e coevi al sorgere del tema: Abriani, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 138 ss.; Batti, *Il patto leonino nell'ambito delle partecipazioni a scopo di finanziamento*, in *Società* 195, 178; Farenga, *I contratti parasociali*, Milano, 1987, 151 ss.; Guglielmucci, *Lo smobilizzo delle partecipazioni nei patti parasociali delle finanziarie regionali private*, in *Riv. soc.*, 1980, 1196 ss., spec. 1201; Oppo, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, 517 ss., spec. 528 (ora in *Scritti giuridici*, II, Padova, 1992, 176 ss.); Rescio, *I patti parasociali*, in *L'arbitrato e i patti parasociali*, Milano, 1991, 99 s.; Rinaldi Alma, *Patti parasociali di «put e call» e divieto di patto leonino*, in *Riv. dir. impr.* 2007, 205 ss.; Santoni, *Patti parasociali*, Napoli, 1985, 39 ss., 78, C. Tedeschi, *Sul divieto di patto leonino*, in *Nuova giur. civ.* 1995, I, 1169.

⁵⁸ Per gli sviluppi anteriormente alla riforma cfr. Portale, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 763; Presti, *Le clausole di «riscatto» nelle società per azioni*, in *Giur. comm.* 1983, II, 397 ss.; Carcano, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa tit. cred.* 1983; II, 509; Calvosa, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, spec. 257 ss.; Perrino, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, 335 e in giurisprudenza Trib. Milano, 17 aprile 1982 e App. Milano, 14 luglio 1982, entrambe in *Giur. comm.* 1983, II, 397 nonché – sebbene decisa successivamente all'entrata in vigore della riforma ma con riferimenti ad accordi anteriori – Lodo 9 gennaio 2009 (Portale Sclesinger Mazzoni), in *Giur. comm.* 2009, II, 984 ss. con nota di Macrì, *I patti a durata variabile e la risoluzione tacita*, che – seppure con terminologia diversa – sempre risolvere il contenuto delle pattuizioni in una opzione *call* rigettando, invece, l'impostazione di una delle parti che privilegiava la natura di opzione *put* (ivi, 994).

⁵⁹ Si veda in particolare Calvosa, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 281 ss. nonché la vicenda decisa da Cass. 16 aprile 1994, n. 3609, in *Società* 1994, 1185 con nota di Caravaglios, *Riv. notariato* 1994, 1491 ss., *Riv. dir. comm.* 1995, II, 25 (ed i precedenti della stessa Trb. Roma 30 maggio 1990, in *Giur. it.* 1991, I, 2, 1236 con nota di Calvosa, *Temì romana* 1990, 518 e App. Roma 28 aprile 1992, in *Giur. it.* 1993, I, 2, 448 con nota di Reviglione, *Banca*

di acquisto anch'esse preordinate alla medesima finalità⁶⁰. Tuttora aperta alla discussione è se l'ipotesi identificata dall'art. 2345 comma 1 c.c. in materia di inadempimento agli obblighi rendere le prestazioni accessorie possa comprendere il potere di riacquistare le azioni stesse, contemplando così una *call option* nei confronti del socio inadempiente od, anche, come autorevolmente sostenuto al verificarsi di altri eventi⁶¹.

Permanendo, quanto all'analisi, nell'ambito delle previsioni contrattuali che i soci possono inserire nello statuto, si rende necessario affrontare la tipologia di clausole denominate di *drag along* (o diritti di trascinarsi) e di *tag along* (la loro variante *come along*).

Per ragioni – anche in questo caso episodiche – l'intensione dell'analisi dottrinale è prevalente per le prime⁶² mentre appare circoscritta per le seconde⁶³.

bora tit. cred. 1993, II, 634 con nota di Calvosa, *Società* 1992, 1526 con nota di Caravaglios. Per tali clausole e la loro definizione come clausole di consolidamento cfr. M. Ieva, *I fenomeni c.d. parasuccessori*, in *Successioni e donazioni*, a cura di P. Rescigno, I, Padova, 1994, 65; Id., *Le clausole limitative della circolazione delle partecipazioni societarie: profili generali e clausole di predisposizione successoria*, in *Studi e materiali*, supplemento 1/2004, *Studi sulla riforma del diritto societario*, 236, e in *Riv. notariato* 2003, 1361 ss.; Id., in *Nuove leggi civili commentate 2007, commento all'art. 768-quater c.c.*, 40 ss. e, da ultimo, Palazzo, *La circolazione delle partecipazioni e la governance nelle società familiari in prospettiva successoria*, in *Riv. notariato* 2007, 1375

⁶⁰ La più nota è all'art. 6 della Giovanni Agnelli &C. - Società in accomandita per azioni: «Le azioni pervenute in proprietà o altro diritto reale per donazione o successione legittima o testamentaria a soggetti che non siano discendenti consanguinei dell'azionista dante causa o di altri possessori di azioni dovranno essere offerte in opzione a questi ultimi nei modi e con gli effetti di cui ai precedenti commi (disciplina delle modalità dell'offerta e il criterio di determinazione del prezzo di acquisto - *n.d.r.*). Fino a quando non sia stata fatta l'offerta e non risulti che questa non è stata accettata, l'erede, il legatario o il donatario non sarà iscritto nel libro soci, non sarà legittimato all'esercizio di voto e degli altri diritti amministrativi inerenti alle azioni e non potrà alienare le azioni, con effetto verso la Società, a soggetti diversi dagli altri possessori di azioni». Per l'evidente natura di contratto di opzione cfr. Calvosa, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 283 nota 4. Seppure organizzate in correlazione a patti parasociali identiche finalità hanno le opzioni *call* in caso di mancato rinnovo di patto parasociale su cui Meo, *Modifiche di patti parasociali, tutela delle minoranze e opa obbligatoria (considerazioni sul patto anti-OPA RCS MediaGroup)*, in *Giur. comm.* 2005, I, 601 e E. Panzarini, *Il contratto di opzione*, cit., 319 che presentano l'ulteriore profilo di indicare le interferenze tra opzioni di acquisto e normativa sull'offerta pubblica di acquisto ma già Sbisà, *La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Nuova giur. civ.* 2004, 481 ss.

⁶¹ Da ultimo su questo punto BERTOLOTTI, *Società con prestazioni accessorie*, Milano, 2008, 370 nonché per il rapporto con le azioni riscattabili G. OLIVIERI, *Commento all'art. 2345 cod. civ.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* diretto da F. d'Alessandro, Padova, 2010, III, t. 1, p. 197. Sostiene la possibilità di prevedere il riscatto anche al "verificarsi di determinate situazioni di fatto" BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, Torino, 2004, 1***, 935.

⁶² Unicamente riferite in dottrina alle clausole di *drag along*: DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinarsi ("drag along")*, in *Banca borsa tit. cred.* 2009, I, 174 ss.; P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, in *Notariato*, 2009, 158; Gianpaolino, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca borsa tit. cred.* 2009, II, 523 ma in precedenza più brevemente Id., *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.* 2008, 154 nota 6; Stabilini – Trapani, *Clausola di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.* 2010, I, 949 ss.; Malipensa, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.* 2010, II, 377 ss.; Angelici, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger* (non vidi). In giurisprudenza Trib. Milano, (ord.) 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 1373 ss., con nota di Di Bitonto e Lodo 29 luglio 2008 (Mazzoni), in *Banca borsa tit. cred.* 2009, II, 493 ss. e Trib. Milano, 25 marzo 2011, *Corriere del Merito*, 2011, 692 nota di Massa (relativa all'inserimento a maggioranza o all'unanimità in statuto della clausola).

⁶³ Non è possibile distinguere nettamente la bibliografia afferente alle seconde rispetto alle prime: cfr. – senza possibilità di completezza assoluta, nella dottrina più risalente: PEDERSOLI, *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in Bonelli-Jaeger (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993, 238; PICONE, *Contratto di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995, 153; ; MEO, *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato* Bessone, Torino, 2002, 90 ss.; DONATIVI, Sub art. 2341-bis c.c., in *Commentario Niccolini - Stagno d'Alcontres*, I, Napoli, 2004, 165; SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, 361 ss. PROVERBIO, *I patti parasociali*, Milano, 2004, 69; MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino 2007, 48; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, cit., 289; P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, in *Notariato*, 2, 2009, 158; D'Alessandro, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*

La riferibilità di simili previsioni statuarie, relative ad obblighi o diritti di vendita al ricorrere di determinate circostanze, al novero del contratto di opzione potrebbe essere in apparenza oggetto di contestazione.

Si sono infatti formulate interpretazioni divergenti sia sotto il profilo qualificatorio che funzionale.

Nel primo intervento giurisprudenziale⁶⁴ a fronte della prospettazione di parte dell'inclusione delle clausole di *drag along* nell'ambito del contratto di opzione (o nel preliminare a favore di terzi), si è optato per il diverso inquadramento di esse nella categoria del mandato a vendere.

E' opportuno utilizzare come schema-guida le obiezioni contenute nella decisione citata poiché esse – in larga parte – assommano le criticità che comunemente conseguono alla comparsa di clausole atipiche e non prima esaminate e, dunque, possono considerarsi il perno attorno al quale sviluppare l'indagine.

In primo luogo l'incompatibilità tra opzione e *drag along* verrebbe individuata nell'impossibilità di configurare una opzione *ad incertam personam*⁶⁵; essa urterebbe nell'ordine contro il principio di tipicità delle promesse unilaterali e, anche superato tale rilievo, non sarebbe dotata di causa sufficiente⁶⁶ ed incompatibile con i normali effetti del contratto di società poiché farebbe nascere un vincolo con un soggetto non socio (cioè il terzo acquirente)⁶⁷.

2010, 394; Bruno – Rozzi, *Patto parasociale occulto e «non patto» in società quotata: il caso (vittorioso) della Carige nella scalata Unipol A BNL*, in *Giur. comm.* 2011, II, 449 (con riferimento all'inclusione nel novero delle pattuizioni parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 112 TUF); Beltrami, *La nuova legge spagnola sulle società di capitali*, in *Riv. soc.* 2011, 77 ss. (con riferimento all'art. 123 del *Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital*, approvato con Regio Decreto n. 1/2010 del 2 luglio 2010 con il quale « con cui si rendono opponibili alla società non solo le restrizioni, ma anche le condizioni/vincoli alla libera trasferibilità delle azioni, sempre che ricadano su azioni nominative e risultino espressamente dallo statuto. È così aperta la strada non solo per l'inserimento in statuto di clausole come quelle di riscatto, di riacquisto, di *tag-along* e *drag-along*, e via dicendo, ma pure per la statutarizzazione di pattuizioni che, fino ad oggi, potevano essere esclusivamente contenute in patti parasociali»; Portale, *Arturo Dalmartello ed il diritto commerciale*, in *Banca borsa tit. cred.* 2010, I, 12 ss. (per la relazione tra clausole statutarie atipiche e tipicità della società); Malipensa, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *Struttura finanziaria e bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 234 ss.; Zanoni, *Venture Capital e diritto azionario*, Padova, 2010, 107 ss.; Maltoni, *I patti para sociali (in caso di acquisti parziali). Pattuizioni che riguardano i soci: le clausole di put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in *Le acquisizioni societarie* a cura di Irrera, Bologna, 2011, 429 ss.; Benussi, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali: esclusione e riscatto*, in *Il diritto delle società oggi Innovazioni e persistenze* a cura di Benazzo –Cera - Patriarca, Torino, 2011, 61 ss. In giurisprudenza si annoverano (sotto la formulazione di “patto di pari concorso”) Trib. Monza 7 maggio 2007 e App. Milano 23 giugno 1997, in *Società* 1997, 1304.

⁶⁴ Cfr. Lodo 29 luglio 2008 (Mazzoni), cit., 508 ss.

⁶⁵ Cfr. Lodo 29 luglio 2008 (Mazzoni), cit., 509: « si ipotizza che la clausola *de qua* sia costitutiva di una opzione concessa dal socio di minoranza al socio di maggioranza e condizionata, quanto al suo esercizio, alla previa conclusione di un contratto di vendita tra maggioritario e futuro terzo, allora verrebbe meno il problema della non configurabilità di una opzione *ad incertam personam*, ma si aprirebbe il problema della ammissibilità di una opzione che consente alla controparte “libera” di determinare *ex post* il contenuto del contratto oggetto dell'opzione medesima; il che confligge irrimediabilmente con il requisito, inderogabile per coerenza alla fattispecie, della necessaria predeterminazione del contenuto del contratto opzionato». Per osservazioni concernenti l'impostazione assunta in quanto sopra riportato cfr. E. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, cit., 34 (quanto alla condizionalità nell'opzione) e 8 note 8 e 9 (quanto alla determinazione *ex post* del contenuto del contratto finale) e ivi ulteriori riferimenti in dottrina e giurisprudenza. Sembra raggiungere conclusioni analoghe a quelle indicate nel testo – cioè dei vincoli qualificatori costituiti dalla formulazione testuale della pattuizione contenente il *drag along* - Malipensa, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, cit., 235 nonché Id., *L'obbligo di co-vendita statutario (drag along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, cit., 379 s.

⁶⁶ Anche sotto questo profilo – che non può essere qui adeguatamente approfondito – la cautela deve essere massima e avvicinarsi il più possibile all'assetto negoziale complessivo dell'operazione. In particolare il solo riferimento al prezzo concordato con il terzo da chi esercita il diritto di trascinarsi potrebbe presentarsi inadeguato in presenza di precedenti accordi di *earn out* (per esempi in tal senso – anche in accoppiamento ad opzioni di acquisto e vendita - cfr. Bonelli, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento: le garanzie del venditore*, in *Dir. comm.*

Tale impostazione non appare del tutto convincente per diversi ordini di ragioni. Anzitutto sembra cogliersi una incerta distinzione tra il contratto di opzione e l'accettazione della dichiarazione che costituisce l'oggetto del contratto di opzione stessa: si deve, dunque, mantenere distinti questi due diversi piani – come dimostra la dottrina che ha specifico riguardo al tema⁶⁸ - e proprio in relazione al fatto che oggetto del vincolo è una dichiarazione e non una proposta che vi può essere una differenza di identità soggettiva tra il beneficiario dell'opzione e l'accettante la dichiarazione e contraente del contratto finale⁶⁹.

Per altro motivo deve poi rilevarsi che le criticità evidenziate nella predetta decisione potrebbero anche derivare dalla specificità della formulazione della previsione statutaria oggetto della stessa⁷⁰.

internaz. 2007, 293 ss. ma in precedenza A. MANZINI, *L'acquisizione di partecipazioni sociali*, in A. MOTTA (a cura di), *Manuale delle acquisizioni di imprese*, Milano, 2003, 425 s.; conforme A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007, 421 nota 399, e, in termini analoghi, M. DE ANDRÈ, *Le clausole relative al prezzo*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, cit. 190 s. nonché adde Lanciani, *Prezzo (modalità, aggiustamenti, garanzie del pagamento dilazionato)*, in *Le acquisizioni societarie* a cura di Irrera, cit., 325) ovvero più semplicemente nel premio pagato dall'acquirente – divenuto azionista di maggioranza – al venditore rimasto nella società in posizione di minoranza ovvero reinvestendo parte di quanto ricavato dalla vendita.

⁶⁷ Cfr. Lodo 29 luglio 2008 (Mazzoni), cit., 509. Più confusamente Gianpaolino, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, cit., 532 che fa parola di "proposta irrevocabile" del socio obbligato; cfr. per tali problemi di interferenza di fattispecie e per le relative distinzioni E. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, cit., 42 ss.

⁶⁸ E. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, cit., 73 s.

⁶⁹ Su tale specifico problema – cioè della circostanza che sia il terzo e non il socio il contraente finale – si nota una rilevante interferenza concettuale con la tematica del riscatto delle azioni. Infatti anche per le azioni riscattabili si pone il problema dell'attribuzione del diritto ad un singolo socio (e per estensione la sua attribuibilità ad un terzo laddove il socio eserciti il diritto ai fini di trasferire a quest'ultimo); l'orientamento più restrittivo – basato sul principio di parità di trattamento (cfr. G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. 2 Diritto delle società*⁷, Torino, 2009, 204 nota 9) è fatto proprio (implicitamente) da Portale [nel lodo di cui è estensore (Lodo 9 gennaio 2009, cit., 993)] che è poi portato ad estendere tale disciplina anche alle ipotesi di *drag along* [lo si desume dal riassunto del parere reso nella vicenda culminata in Lodo 29 luglio 2008 (Mazzoni), cit., (riportato da C. D'Alessandro, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, cit., 409 nota 73) dove appunto al fine di indicare l'invalidità di tali clausole si richiamano proprio il principio di parità di trattamento e l'analogia con le azioni di riscatto] mentre un diverso orientamento è orientato favorevolmente cfr.: Notari, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società* Liber amicorum Gian Franco Campobasso diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 1*, 594 e Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti partecipativi*, in *Riv. soc.* 2003, 1307 ss.

⁷⁰ Per più agevole riferimento si riporta il tenore della stessa: «qualora il socio di maggioranza dovesse procedere alla cessione dell'intera propria partecipazione sociale (Partecipazione di maggioranza), lo stesso avrà il diritto di offrire in vendita al terzo acquirente (Terzo acquirente) la Partecipazione sociale (Partecipazione di minoranza), insieme alla Partecipazione di maggioranza ad un prezzo unitario per azione identico a quello offerto per la cessione della Partecipazione di maggioranza. A tal fine si applicheranno le seguenti previsioni: a) qualora il socio di maggioranza ottenga da un potenziale Terzo Acquirente una manifestazione di interesse ad acquistare una partecipazione sociale uguale o superiore alla partecipazione di maggioranza, il socio di maggioranza avrà altresì il diritto di offrire al predetto Terzo Acquirente anche la possibilità di acquistare l'intera Partecipazione di Minoranza, allo stesso prezzo (per azione) e alle stesse condizioni offerte dal socio di maggioranza; b) nel caso in cui il Terzo Acquirente decida di acquistare anche la partecipazione di minoranza e pertanto formuli un'offerta irrevocabile avente ad oggetto la Partecipazione di maggioranza e la Partecipazione di minoranza, il socio di maggioranza comunicherà per iscritto ai soci di minoranza l'intenzione di procedere al trasferimento della Partecipazione di maggioranza, unitamente a una copia dell'offerta irrevocabile del Terzo Acquirente di acquistare anche la Partecipazione di minoranza; c) una volta ricevuta la comunicazione succitata, i soci di minoranza dovranno comunicare per iscritto al socio di maggioranza, a pena di decadenza, dalla data di ricevimento della comunicazione, l'intenzione di esercitare il diritto di prelazione di cui all'art. 11.3, per tutta e non meno di tutta la Partecipazione di maggioranza, allo stesso prezzo (per azione) e alle stesse condizioni offerte dal Terzo al socio di maggioranza; d) scaduto il termine per l'esercizio del diritto di prelazione da parte di soci di minoranza, il socio di maggioranza dovrà procedere alla cessione della Partecipazione di maggioranza e della Partecipazione di minoranza al Terzo Acquirente nei successivi 120 (centoventi) giorni, restando inteso che la cessione della Partecipazione di minoranza al terzo Acquirente dovrà avvenire contestualmente alla cessione della Partecipazione di maggioranza; e) i soci di minoranza avranno l'obbligo di dare corso a tutti gli adempimenti che fossero richiesti, al fine di consentire al Terzo acquirente che abbia formulato l'offerta irrevocabile di acquisto di cui al punto (b) che precede di procedere all'acquisto della loro Partecipazione sociale contestualmente all'acquisto della partecipazione di maggioranza, f) l'impegno dei soci di minoranza vale per l'intera loro partecipazione e non è

Orbene, nella prassi contrattuale, sviluppata nell'ambito delle operazioni di *M&A* (alle quali apparteneva anche la vicenda oggetto del giudizio) si riscontrano (almeno) due diverse tipologie di formulazione delle clausole di *drag along*: una conforme a quella esaminata⁷¹ ed un'altra che, al contrario, impone, comunque, che, anche in presenza dell'accettazione del terzo che attiva il "trascinamento" della partecipazione, la controparte del contratto di cessione del socio di minoranza "trascinato" sia comunque l'altro socio o gli soci che venderanno al terzo la somma delle azioni del socio di maggioranza e del socio di minoranza. Evidentemente una morfologia di clausola di *drag along* come quella descritta sarebbe incisa – solo parzialmente - dalle criticità sopra descritte.

Per quanto attiene al profilo funzionale, una impostazione che potrebbe definirsi "terzista" marca la differenza tra le clausole di *drag along*, da un lato, ed il recesso ed il riscatto, dall'altro assumendo che mentre queste ultime abbiano funzione organizzativa, la prima, invece, definisca le regole di uscita dal contratto⁷².

Per loro natura l'interpretazione di disposizioni statutarie o di previsioni legali che muove da profili funzionali promana da una attività di precomprensione dei fenomeni e che, quindi, tende ad incorporare sostanzialmente elementi persuasivi. Quindi l'affermazione, in astratto anche condivisibile, che vi sia una sostanziale diversità tra recesso con finalità organizzative e uscita dal contratto, non pare in concreto dirimente. Gli assetti di interessi sottostanti all'inclusione statutaria (o all'assunzione parasociale di clausole di questo tipo) sono ben più articolati e difficilmente riassumibili nella formula anodina di "uscita dal contratto". In ricorrenti circostanze – soprattutto attuali – il trasferimento a terzi del controllo nasconde in realtà la scelta dell'azionista di maggioranza di cedere – soprattutto – le modalità di svolgimento dell'attività d'impresa sia in un'ottica propriamente organizzativa che in funzione di ulteriori aggregazioni le quali, naturalmente, avrebbero comunque, seppure in un più esteso arco di tempo, effetti di natura organizzativa⁷³.

Neppure può assumersi senza discriminazione alcuna che il recesso del socio abbia esclusivamente finalità protettive della minoranza azionaria a fronte di comportamenti opportunistici della maggioranza⁷⁴. L'esperienza delle cose presenti dimostra – soprattutto nelle società quotate ove il corrispettivo del recesso è ancorato all'andamento del mercato che la maggioranza azionaria certo non può condizionare – che il recesso può assumere la veste dell'opportunità economica per la maggioranza, soprattutto allorquando i valori borsistici non riflettano i valori industriali sottostanti.

In ragione delle considerazioni appena svolte la qualificazione delle clausole di *drag along* nell'ambito delle opzioni *call* non appare priva di argomentazioni plausibili e, anzi, in talune formulazioni della clausola sembra consistere nell'unica soddisfacente dal punto di vista interpretativo e funzionale⁷⁵.

Ma la ragione giuridica assorbente che costringe all'assunzione di tali clausole – una volta statutarizzate – nell'alveo dell'opzione è rappresentata dalla configurazione stessa del titolo

applicabile in caso di offerta di acquisto parziale». Rilevano l'importanza della formulazione C. D'Alessandro, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, cit., 376.

⁷¹ Per il trasferimento direttamente al terzo cfr. anche nella giurisprudenza americana *Renate Cordts v. Crunck*, 2011 U.S. Dist. LEXIS 109600.

⁷² Stabilini – Trapani, *Clausola di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, cit., 951.

⁷³ Per una consimile impostazione cfr. Ferri jr., *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, cit. 482.

⁷⁴ Stabilini – Trapani, *Clausola di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, 960.

⁷⁵ Propendono per tale qualificazione Trib. Milano 1 aprile 2008, cit.; Di Bitonto, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Società* 2008, 1382; un arbitro dissenziente in Lodo 9 gennaio 2009, cit. Ma, soprattutto questa è l'impostazione propria della dottrina anglosassone cfr. Chemla, Gilles, Habib, Michel A. and Ljungqvist, Alexander, *An Analysis of Shareholder Agreements* (January 2002). NYU Working Paper No. S-CG-01-04. Disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1295756> e Bienz, Carsten and Walz, Uwe, *Venture Capital Exit Rights* (February 01, 2010). Disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1140128> (in questo caso con riferimento a ricerche in Germania).

azionario come «integrale cartolarizzazione del rapporto»⁷⁶ e, in ragione della serialità dei titoli emessi, della relazione complessiva di diritti e soggezioni tra ciascuna delle azioni emesse con tutte le altre senza alcuna mediazione della società. Pertanto in questa dimensione ricostruttiva del fenomeno societario, della personalità giuridica ad esso attribuito e della partecipazione azionaria non vi è spazio per la configurazione di una rapporto tra socio e società come sembra annidarsi in talune prospettazioni sul tema⁷⁷ dalle quali far desumere una diversa qualificazione del fenomeno descritto.

In immediata aderenza – anche per la frequente congiunta previsione – si trovano le clausole di *tag along*⁷⁸.

In merito occorre subito porre una distinzione che circoscrive ampiamente il campo di indagine. Infatti, nella pur ridotta focalizzazione sull'argomento, si rileva l'impressione che l'indagine sia compiuta muovendo dal presupposto che tali clausole siano contemplate esclusivamente in patti parasociali e che quindi ricevano una esclusiva protezione obbligatoria; per tale ragione sono prevalentemente interpretati come vincolo al socio di non vendere al terzo se non procurando anche la vendita al beneficiario del diritto di *tag* e, conseguentemente, si inquadra la clausola nella promessa del fatto del terzo⁷⁹.

Con riferimento alle clausole di *drag along* le indagini puntuali svolte sul tema sono orientate a concludere che non vi individuino specifiche divergenze a seconda che il diritto di trascinamento sia incluso in statuto o previsto a patto parasociale⁸⁰; è lecito dubitare che identici risultati possano predicarsi per il caso di *tag along* soprattutto ove ne sia accentuato il riflesso circolatorio sulla partecipazione sulle azioni da vendersi al terzo⁸¹.

Muovendo da quest'ultimo punto di vista – in analogia con il gradimento mero o i divieti di circolazione – e volendo prospettare una possibile soluzione, ci si accorge che il richiamo all'art. 2355-bis comma 2 c.c. realizzerebbe – in concreto – un meccanismo di opzioni *put* ad esercizio successivo e simmetrico⁸² e, quindi, che si riproporrebbero qui quanto già esposto per tale tipi di opzioni.

⁷⁶ Cfr. d'Alessandro, op. ult. cit., p. 316.

⁷⁷ Cfr. Lodo 29 luglio 2008 (Mazzoni), cit., 509: «In realtà il contratto di società è aperto nel senso che la società (contraente *ceduto*) ad aver in anticipo e *ab initio* data al già socio (contraente *cedente*) il proprio consenso all'ingresso del terzo acquirente (cessionario)»

⁷⁸ Per la bibliografia si rimanda *retro* nota 63.

⁷⁹ Soprattutto C. D'Alessandro, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, cit., 376 ss. seguito da Malimpensa *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, cit., 236 e Maltoni, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Pattuizioni che riguardano i soci: le clausole di put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, cit., 442 ss. e probabilmente in relazione ai precedenti contrari all'inserimento in statuto costituiti da Trib. Monza 7 maggio 1997 e App. Milano 23 giugno 1997, cit.

⁸⁰ Cfr. Stabilini – Trapani, *Clausola di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, cit., 988.

⁸¹ Sembra questa al conclusione di Malimpensa *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, cit., 236 nota 27.

⁸² Infatti il funzionamento del *tag along* – se mitigato nello statuto con la previsione dell'art. 2355-bis comma 1 c.c. – farebbe sì che in caso di vendita al terzo il soggetto che esercita il diritto di *tag*, nel caso in cui il terzo non acquisti anche le tali azioni e si voglia comunque rendere operativo il divieto di vendere, diviene soggetto passivo dell'opzione dell'obbligo di acquisto o del recesso previsto dalla norma citata e, cioè, di un diritto di *put* nei propri confronti esercitato dal socio venditore. Per le ragioni sopra esposte nella prassi contrattuale si tende a sterilizzare l'effetto sopra descritto – cioè la seconda opzione contro il socio – facendo ponendo come antecedente alla vendita al terzo un diritto di prima offerta; per considerazioni consimili seppure in contesto normativo diverso Bienz, Carsten and Walz, Uwe, *Venture Capital Exit Rights (February 01, 2010)*, cit., 5.

Devono poi essere assimilate alle clausole di *tag along* – per analogia di contenuto⁸³ – i c.d. *piggy-back rights*. Con tali previsioni viene attribuito il diritto di partecipare – proporzionalmente alla partecipazione detenuta – all’offerta pubblica di vendita e, quindi, alla quotazione delle azioni. In questo senso ci si troverebbe di fronte ad una opzione di vendita *ad incertam personam* (rappresentata dal pubblico dei potenziali sottoscrittori) ovvero, forse, più correttamente alla combinazione tra contratto di opzione e offerta al pubblico con quantificazione del prezzo di esercizio (c.d. *strike price*) determinato in funzione del prezzo di collocamento⁸⁴.

Maggiori difficoltà qualificatorie presenta una ulteriore tipologia di pattuizioni rappresentate da *demand rights* di costante impiego nella prassi del *private equity*; con essi si attribuisce il diritto di “forzare la quotazione” imponendo agli altri soci di collocare presso il pubblico le partecipazioni detenute⁸⁵. Senza entrare nel dettaglio delle funzioni svolte dal meccanismo delineato, si deve rilevare che nella prassi tale diritto viene normalmente riconosciuto ad investitori di minoranza allo scopo di proteggere – in ragione di precise scadenze temporali – il diritto a monetizzare l’investimento effettuato⁸⁶. Laddove l’esercizio del diritto da parte del suo titolare comporti – in ragione della entità minima di azioni da offrire in acquisto al mercato - anche la messa a disposizione di ulteriori azioni di altri soci, risulta evidente che i *demand rights* vengono a

⁸³ Infatti da taluni sono addirittura assimilate Maltoni, , *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Pattuizioni che riguardano i soci: le clausole di put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, cit., 442.

⁸⁴ Cfr. Bienz, Carsten and Walz, Uwe, *Venture Capital Exit Rights* (February 01, 2010), cit., 5. Problematiche analoghe (con riguardo all’opzione ed alla determinazione *ex post* del prezzo) con riferimento al differimento di determinazione del valore di emissione – ovviamente condizionate dalle diverse modalità di attuazione dell’IPO – sono state analizzate da Bazzano, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell’obbligo di immediato versamento del sopraprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. soc.*, 2003, 1074 ss.

⁸⁵ Cfr. Bienz, Carsten and Walz, Uwe, *Venture Capital Exit Rights* (February 01, 2010), cit., 5.

⁸⁶ Per semplicità del lettore si riporta la formula di una simile clausola: « le Parti concordano che a decorrere dal 1 gennaio [●] Alfa avrà il diritto di inviare una comunicazione scritta a Beta ("*Comunicazione per la Quotazione*") per il tramite della quale richiedere a Beta l’avvio della procedura di ammissione alla Quotazione delle azioni di Gamma, e tramite la quale al contempo verrà comunicato da parte di Alfa il *Global Coordinator* della Quotazione, fermo restando che il diritto di avviare il procedimento di Quotazione ai sensi del presente articolo sarà azionabile da Alfa solo a condizione che (i) alla data di invio della Comunicazione per la Quotazione, non sia riscontrata sussistente alcuna Circostanza Ostativa e (ii) la Quotazione possa essere avviata, in conformità con le disposizioni di Legge applicabili, senza necessità di mettere in vendita le azioni di Gamma di proprietà di Beta. Nei tempi ragionevolmente richiesti secondo la prassi, Alfa si impegna ad individuare l’*Advisor Legale* cui affidare lo studio e la gestione della Quotazione e far sì che i membri del Consiglio di Amministrazione di Gamma designati da Alfa sottopongano al Consiglio di Amministrazione di Gamma una proposta che illustri lo schema del Prospetto di Quotazione, che includa le principali caratteristiche e parametri dell’operazione proposta, tra i quali, (a) in caso di OPV, gli elementi essenziali dell’offerta: il numero di azioni offerte in vendita da Alfa, il *range* di prezzo e le condizioni e la tempistica dell’offerta; (b) in caso di OPVS, gli elementi essenziali dell’offerta, inclusi il numero di azioni offerte in vendita da Alfa ed il numero di azioni al servizio dell’aumento di capitale, il *range* di prezzo, le condizioni e la tempistica dell’offerta, nonché i termini e le condizioni dell’aumento di capitale, fermo restando che (1) ove Beta, sia titolare, alla data di Comunicazione per la Quotazione, direttamente o indirettamente, ivi incluso tramite una propria controllata, controllante o società soggetta a comune controllo, di una partecipazione nel capitale sociale di Gamma complessivamente superiore al 50% più un’azione dello stesso, tale aumento potrà essere liberamente effettuato fino ad una diluizione massima di Beta in Gamma tale da portare Beta ad essere titolare di una partecipazione nel capitale sociale di Gamma pari a complessivamente almeno il 50% più un’azione dello stesso, (2) ove Beta sia titolare, alla data di Comunicazione per la Quotazione, direttamente o indirettamente, direttamente o indirettamente, ivi incluso tramite una propria controllata, controllante o società soggetta a comune controllo, di una partecipazione nel capitale sociale di Gamma complessivamente inferiore al 50% più un’azione dello stesso, tale aumento non potrà comunque comportare una diluizione di Beta in Gamma superiore al 10% della partecipazione complessivamente detenuta da Beta alla data di Comunicazione per la Quotazione, e fermo comunque restando che in nessun caso tale diluizione potrà portare Beta ad essere titolare di una partecipazione nel capitale sociale di Gamma complessivamente inferiore al 30% più un’azione dello stesso. A fronte della ricezione della Comunicazione per la Quotazione, le Parti si impegnano ora per allora a fare tutto quanto in loro potere, nella misura ragionevolmente possibile e nell’osservanza delle disposizioni di Legge vigenti, affinché Gamma ponga in essere ogni adempimento necessario all’esatto e tempestivo avvio del procedimento di ammissione alla Quotazione ».

rappresentare un diritto di *drag along* parziale sull'altrui partecipazione ed, in ragione di quanto prima esaminato con riferimento a tale fattispecie, una opzione di acquisto a favore del socio titolare dei *demand rights*.

In ultimo, deve, infine segnalarsi l'esperienza della "statutarizzazione" di previsione di offerta pubblica di acquisto obbligatoria allo scopo di sottoporre a tale disciplina società che, in ragione del paese in cui le azioni sono negoziate o per altre motivazioni, non sarebbe soggette a tale disciplina⁸⁷.

Evidentemente le considerazioni già svolte in relazione l'offerta pubblica obbligatoria prevista per legge possono qui riprodursi sul piano convenzionale⁸⁸.

E' certo che le previsioni convenzionali che si sono analizzate realizzano o consentono di realizzare un più articolato assetto di interessi rispetto al diritto di recesso o agli obblighi di offerta pubblica, *squeeze out* o *sell out*; gli ultimi peraltro unicamente previste per le società quotate. Ma, soprattutto, la legittimazione statutaria di tali previsioni attua la stabilizzazione nel tempo gli interessi che inducono alla negoziazione di tali clausole esonerandole così dal vincolo temporale della durata dei patti parasociali.

Dalle considerazioni sopra svolte consegue che il diritto di acquisto o di vendita delle azioni previsto in tali convenzioni contrattuali resta – nelle ipotesi sopra descritte confinato all'interno della compagine sociale ed è quindi con riferimento a tali previsioni contrattuali che è possibile dare apparentamento con quelle che si sono qualificate come ipotesi di attribuzione *ex lege* di diritti di opzione.

Se risulta dimostrata la coerenza unitaria sotto il profilo strutturale di tutte le fattispecie considerate – sia quelle di fonte legale che quelle di matrice convenzionale – diviene lecito domandarsi quale sia la finalità concreta di tale apparentamento. La ragione prioritaria risiede nelle ragioni sottostanti la meccanica del recesso. Infatti la dottrina ha avvertito la necessità di sottolineare che appartiene alla fisiologia del diritto di recesso la finalità di incentivare la negoziazione tra i soci una volta o nelle more del verificarsi dell'evento che ne autorizza l'esercizio. Ma se tale risulta essere una delle finalità non si vede ragione per cui ciò non debba avvenire in via preventiva e, quindi, con l'inclusione nello statuto della società delle previsioni contrattuali (opzioni *put e call*, *tag along*, *drag along*) che – usualmente – sono contenute in convenzioni parasociali.

Sembra che a questo risultato non debba ostare una prioritaria inibizione in termini di autonomia statutaria ciò per due concorrenti ragioni; la prima costituita dall'evidente livellamento dell'autonomia statutaria rispetto alle fonti normative e, dall'altra, si colloca l'identità di sostrato qualificatorio o di natura giuridica.

8. L'apparentamento delle fattispecie esaminate attorno ai meccanismi di attuazione

Le brevi osservazioni appena svolte in ordine ad un complesso di fattispecie di matrice legale o convenzionale (statutaria) consentono di riconoscere l'esistenza di un sostrato comune che le apparenta e lega allo strumento dell'opzione legale o convenzionale.

⁸⁷ Cfr. per questo fenomeno: D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in Giur. comm. 2008, I, 679; PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2004, 77 ss.; accenni anche in MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. (Note a margine del caso Sai-Fondiar)*, in Riv. soc., 2007, 1349 ss.; STELLA RICHTER JR., *"Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci*, Milano, 1996, 329 ss

⁸⁸ Una particolare considerazione andrebbe svolta per l'ipotesi prevista dall'art. 2497-quater comma 1 lett. c) c.c. laddove si fa riferimento all'offerta pubblica di acquisto quale alternativa rispetto al diritto di recesso. In ragione dell'applicabilità della disposizione anche alle società non quotate la concreta regolazione del fenomeno dovrebbe essere oggetto di apposita regolazione negoziale; sull'impossibilità di una semplice *relatio* determinativa alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto contenuta nel TUF cfr. D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, cit., note 13 e 14 e testo corrispondente.

Il secondo profilo a cui occorre dare rilievo – in coerenza con l'impostazione assunta in tema di personalità giuridica e partecipazione azionaria - è l'indifferenza della società alle vicende giuridiche che si attuano in conseguenza dell'esistenza di opzioni di vendita o di acquisto.

In apparenza tale considerazione sembrerebbe contraddetta dalla disciplina relativa al recesso che – usualmente – viene intesa come rapporto tra socio e società.

Ma una simile affermazione risulta in larga parte semplicistica sotto il profilo dogmatico e non del tutto conferente con la disciplina normativa.

Circa i riflessi dogmatici della costruzione del recesso in termini di rapporto tra socio e società si è in larga parte già riferito allorquando si è dato rilievo alle impostazioni riduzionisti che in ordine alla personalità giuridica della società e ai profili di disciplina della partecipazione sociale.

Convieni, quindi, spendere qui una maggiore attenzione sugli elementi della disciplina normativa del recesso che sorreggono l'affermazione sopra formulata.

Infatti il perno della disciplina ruota attorno all'articolata procedura di liquidazione del socio receduto contemplata dall'art. 2437- quater c.c. Tale disposizione – per opinione pacifica – richiama schemi propri dell'opzione prevista dall'art. 2441 c.c.⁸⁹. E' altrettanto pacifico che l'ordine delle priorità disciplinato dalla predetta disposizione releghi l'acquisto da parte della società in posizione residuale ed, inoltre, il ridotto rilievo che ha assunto - a seguito delle modifiche legislative – inapplicabilità del limite previsto dall'art. 2357 comma 3 c.c.

In questa ottica nel trasferimento delle azioni oggetto del recesso non si realizza mai una vicenda interpositoria della società che resta estranea alla cessione che si attua tra socio receduto e socio o terzi aderenti all'offerta⁹⁰.

Ma a non dissimili conclusioni si perverrebbe anche con riferimento al caso in cui l'acquisto è compiuto dalla società. In larga parte per le ragioni già illustrate in ordine alla qualificazione dell'acquisto di azioni proprie ma, anche, per l'ulteriore ragione che – almeno per quanto riguarda l'impiego di utili e riserve distribuibili – si tratta di risorse economiche che sarebbero comunque nella disponibilità sostanziale dei soci mediante distribuzione.

9. I meccanismi di uscita del socio e le opzioni finanziarie

Muovendosi dalle suddette premesse occorre poi analizzare quale sia la natura delle opzioni di vendita o di acquisto descritte.

E', infatti, noto che – anche a seguito della progressiva evoluzione dei mercati finanziari – si è andato enucleando il concetto di opzione finanziaria che – pur conservando le caratteristiche dell'opzione disciplinata dall'art. 1331 c.c. – se ne distingue per alcuni profili autonomi⁹¹.

⁸⁹ Galletti, *Il diritto di recesso*, in *Il nuovo diritto societario* a cura di Ambrosini, Torino, 2005, 1602 ; Id., *sub. artt. 2437 – 2437 sexities*, in *Il nuovo diritto delle società* a cura di Maffei Albertis, Padova, 2005, II, 355; Di Cataldo, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 3, 249 anche seppure non testualmente Marasà, *sub. art. 2437- quater*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* diretto da d'Alessandro, Padova, 2011, II, 2, 802.

⁹⁰ Cfr. Di Cataldo, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 250; Marasà, *sub. art. 2437- quater*, cit., 802.

⁹¹ Sulla distinzione tra opzione "tradizionali" e *opzioni finanziarie* cfr. Ferrarini, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in AA.VV., *Derivati finanziari*, Milano, 1993, 27 ss.; Caparrelli, *I derivati*, Milano, 2001, 1 ss.; Girino, *I contratti derivati*, Milano, 2001, 7 ss.; Brancadoro, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005, 228 ss.; Motti, *La «finanziarietà» dei commodity derivatives; prime riflessioni a margine della direttiva MIFID*, in *Scambi di merci e derivati su commodities* a cura di Motti e Lamandini, Milano, 2006, 485 ss.; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione* cit., 334; Natoli, *I contratti di garanzia finanziaria: normativa di settore o normativa di sistema?*, in *Studi in onore di Marco Comporti*, Milano, 2008, II, 1880; Navone, *Le opzioni finanziarie*, in *Trattato di diritto dell'economia* diretto da Picozza e Gabrielli, Padova, 2010, VII, 287 ss.; Caputo Nasetti, *I contratti derivati finanziari*², Milano, 2011, 631 ss.

Sebbene non sussista una definizione di opzione finanziaria, si è andata definendo – sulla scorta delle prassi di mercato – una particolare intensione sul concetto di derivazione finanziaria: intende dosi che il prezzo dell’opzione deriva dal sottostante preso in considerazione dall’opzione stessa⁹². La “finanziarietà” delle opzioni recepisce l’elemento costituito dal differenziale di valore tra il momento della sottoscrizione dell’opzione e quello del suo esercizio⁹³ intendendosi la stessa riferita – nell’ipotesi base – a grandezze finanziarie cioè azioni, obbligazioni, valute ed altro.

Laddove l’opzione finanziaria preveda – come in tutti i casi fin qui descritti – la consegna effettiva del sottostante cioè da un lato trasferire la partecipazione e dall’altra corrisponderne il prezzo (valore), tali opzioni sono chiaramente collocabili nell’alveo delle previsioni di cui all’art. 1331 c.c.⁹⁴.

Sotto l’aspetto economico beneficiario (*buyer*) e concedente (*seller*) l’opzione si trovano divaricati per quanto riguarda il profilo del rischio che assumono: il concedente ha una posizione di rischio chiusa potrà subire o una perdita illimitata o guadagnare il solo premio, mentre il beneficiario può conseguire guadagni illimitati ovvero perdite limitate al valore del premio pattuito⁹⁵.

Se proiettiamo lo schema delineato nel quadro delle opzioni appena descritte possiamo scorgere con chiarezza l’assetto di interessi economici che le norme o le previsioni contrattuali disegnano allorché distribuiscono tra i soci diritti di acquisto o di vendita nonché identificano il prezzo del loro esercizio.

In termini generali, quindi, l’attribuzione alla minoranza azionaria di diritti di *put* sulla maggioranza o su terzi ha una funzione economica di sterilizzazione quantitativa della perdita, ma consente - in condizioni favorevoli di mercato (quando l’opzione di muove *in the money*) - di realizzare guadagni illimitati. Il contrario accade nel caso in cui l’opzione sia concessa dalla minoranza in favore della maggioranza; in entrambi i casi in relazione al valore – variabile - del sottostante (azione) per il cui acquisto si è concessa l’opzione. La convenienza economica dell’esercizio dell’opzione (cioè il prezzo di esercizio: c.d. *strike price*) non ha effetti sul negozio di trasferimento che conserva, indipendentemente dal primo, la propria valenza commutativa⁹⁶.

10. In particolare il *triggering event* dell’opzione quale scelta della maggioranza votante

Le descritte caratteristiche dell’opzione finanziaria quale derivato si interfacciano, in questa materia, con l’attuarsi dell’evento che consente al beneficiario l’esercizio dell’opzione.

⁹² Il modello finanziario che ha dato avvio all’esplosione del moderno fenomeno dei derivati prende le mosse dallo studio pionieristico di Black e Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, *Journal of Political Economy* 81 (1973) (3), 637-65 successivamente sviluppato da Merton: cfr. Merton, *Theory of Rational Option Pricing*, *Bell Journal of Economics and Management Science* 4 (1973) (1), 141-183 cioè un modello dell’andamento nel tempo del prezzo di strumenti finanziari, in particolare delle azioni mediante una formula matematica per il prezzo di non arbitraggio di un’opzione call o put di tipo europeo, che può essere derivata a partire dalle ipotesi del modello.

⁹³ Cfr. in particolare sulla finanziaria età dell’opzione Motti, *La «finanziarietà» dei commodity derivatives; prime riflessioni a margine della direttiva MIFID*, cit., 485 ss.

⁹⁴ Cfr. PANZARINI, *Il contratto di opzione* cit., 334 ma soprattutto Navone, *Le opzioni finanziarie*, cit., 303 «In relazione ad esse (i.e. opzione con consegna effettiva) è agevole scorgere, da un lato, il *seller* che rimane irrevocabilmente vincolato alla propria dichiarazione di vendere o acquistare un certo quantitativo di beni sottostanti ad un prezzo determinato e, dall’altro, il *buyer* che ha il potere di determinare la conclusione del contratto di compravendita in forza di un suo atto unilaterale: Alla soggezione del concedente corrisponde il diritto potestativo del beneficiario: Questa è la cartina di tornasole: la prova della fedeltà delle opzioni *de quibus* al modello codicistico»

⁹⁵ Cfr. Hull, *Opzioni, Futures e Altri Derivati*, Milano, 2003, 194.

⁹⁶ Navone, *Le opzioni finanziarie*, cit., 306 e già Gabrielli, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa tit. cred.* 1986, I, 578.

Infatti l'evento è – nella più grande parte dei casi⁹⁷ – nella assoluta disponibilità della maggioranza azionaria o votante⁹⁸.

In altri termini e sotto il profilo della causalità giuridica è la maggioranza che con un proprio atto a decidere il momento in cui rendere disponibile - rispettivamente a se stessa o alla minoranza - opzione di acquisto o di vendita e, conseguentemente, a conoscere il “costo” economico della stessa valutandone – nel contempo - altresì le potenzialità speculative ad esso connesse.

E' in questa dimensione che si constata il riflesso delle scelte organizzative della maggioranza sulla compagine sociale; poiché ad essa è rimessa la scelta temporale per il compimento di scelte organizzative che sono idonee ad innescare diritti di opzione della minoranza: i vari istituti esaminati costituiscono – in concreto – il limite di azione della maggioranza medesima poiché hanno l'effetto di divaricare l'interesse comune⁹⁹.

11. Maggioranza e minoranza come maggioranza e minoranza votante: i riflessi interpretativi dell'arbitraggio normativo della maggioranza, del voto divergente e del recesso parziale

Ma vi è un ulteriore riflesso della disponibilità in capo alla maggioranza azionaria relativamente alla scelta del momento temporale e dello strumento contrattuale o legale da utilizzare allo scopo di procedere alla conformazione dell'assetto della compagine sociale mediante scelte con finalità organizzative dell'attività sociale.

Tale riflesso è conseguente al fatto che i singoli strumenti – poiché sono opzioni derivate – incorporano, per il loro esercizio, costi tra loro differenziati; pertanto la maggioranza che dispone dell'opportunità di compiere la scelta sul quando e sul quale dei suddetti strumenti utilizzare per attuare le proprie finalità.

Evidentemente tali scelte di tempistica e di strumenti sono – normalmente – condizionate dal maggiore o minor costo di utilizzo: ciò genera la possibilità di compiere arbitraggi normativi allo scopo di minimizzare l'impatto economico sulla maggioranza azionaria di tali scelte. Si deve qui segnalare che per “impatto economico” non si deve intendere un maggiore o minore costo finanziario cioè non soltanto un più contenuto esborso economico; proprio in relazione al fatto che le scelte della maggioranza presentano una valenza organizzativa, l'effetto economico dovrà intendersi in senso esteso cioè riferito anche agli effetti che conseguiranno una volta completato di disegno organizzativo che la maggioranza ipotizza di realizzare.

Si deve, tuttavia, notare che in questi casi la minoranza azionaria può compiere a propria volta scelte differenziate; a seconda delle alternative utilizzabili potrà – a propria volta – ottenere una protezione economica maggiore o minore rispetto alle scelte compiute dalla maggioranza.

Per rendere meno astratto la riflessione sopra esposta è opportuno svolgere qualche esempio concreto che renda evidente le possibili alternative che l'ingegneria societaria mette a disposizione. Ovviamente, data l'infinita delle possibili situazioni che la realtà può concretare, si tratterà di indicazioni puramente esemplificative.

Un primo approccio può essere costituito dalla scelta di procedere al *delisting* di una società quotata. In tali casi è prassi comune utilizzare il veicolo societario attraverso il quale è detenuta la partecipazione di controllo ovvero costituendo una nuova società a tale scopo.

⁹⁷ Non è possibile istituire un vincolo di assolutezza poiché talune ipotesi si configurano in termini di *bermudian option*, nel caso ad esempio del recesso in caso di società a tempo indeterminato ovvero di opzioni c.d. europee come potrebbe accadere nel caso di azioni riscattabili per le quali il riscatto sia previsto ad una data determinata.

⁹⁸ La distinzione si rende necessaria in relazione a quanto si dirà successivamente sub. 11.

⁹⁹ Cfr. ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, cit., 21.

In un simile caso si potrebbero prospettare due alternative; la prima costituita dalla incorporazione nel veicolo non quotato della società, la seconda rappresentata dal lancio di una offerta pubblica di acquisto volontaria delle azioni in circolazione al fine di raggiungere la percentuale di adesioni e, contemporaneamente la percentuale di controllo, che consente l'esercizio del diritto di acquisto (*squeeze out*) di cui all'art. 111 TUF ovvero all'obbligo di acquisto di cui all'art. 108 TUF.

Nel primo caso il costo per la maggioranza è rappresentato dall'entità dei corrispettivi che deve riconoscere ai soci che esercitano il diritto di recesso¹⁰⁰, ma, nel contempo, dal rischio che la percentuale dei soci recedenti sia contenuta e, quindi, che, all'esito della fusione, permanga un rilevante numero di azionisti di minoranza¹⁰¹. Differentemente, nel secondo caso, il lancio dell'offerta avviene ad un prezzo che incorpora un premio rispetto alle quotazioni correnti e, quindi, è immediatamente più costoso rispetto al criterio impiegato per soddisfare i soci recedenti. Ove l'offerta abbia esito positivo - cioè si raggiunga una delle soglie contemplate dall'art. 108 TUF - sorgerà l'obbligo di acquisto, cioè l'opzione *put* della minoranza; in questa situazione la minoranza azionaria si trova di fronte alla possibilità di porre in essere comportamenti efficaci a proteggere il valore economico della propria opzione di vendita e conseguentemente in ordine al costo per la maggioranza di tale opzione. Infatti - in ragione del disposto dell'art. 108 commi 3 e 4 TUF - ove la minoranza fosse in grado - modulando la propria adesione all'offerta - di superare la soglia percentuale che consente l'esercizio del diritto ma, nel contempo, impedendo il raggiungimento della percentuale del 90% delle azioni oggetto dell'offerta, si troverebbe di fronte all'opportunità che il prezzo di esercizio dell'opzione non corrispondesse a quello dell'offerta ma fosse determinato - in modo incrementativo - dalla Consob¹⁰².

Un diverso esempio può concernere l'utilizzo dell'acquisto di azioni proprie al fine di ottimizzare il rendimento del capitale investito e, nel contempo, incrementare il livello di controllo azionario. Si ipotizzi pertanto che il socio di maggioranza deliberi l'acquisto di azioni proprie dichiarando *a priori* che non aderirà alla vendita; in questo caso - una volta attuata la deliberazione - si verificherà un duplice effetto. Da un lato a parità di numero di azioni detenute si incrementerà il livello la percentuale di controllo in conseguenza della sterilizzazione dei diritti delle azioni proprie in portafoglio. Ove il costo del capitale di credito per la società fosse inferiore al costo del capitale proprio poiché l'acquisto di azioni proprie è attuato mediante finanziamenti, il socio di maggioranza vedrebbe migliorata la leva finanziaria del proprio investimento¹⁰³ e, nel contempo, incrementerebbe - ove fosse mantenuta inalterata l'entità complessiva dei dividendi distribuiti - il *pay out ratio* in conseguenza del disposto dell'art. 2357-ter comma 2 c.c. In questo caso la protezione finanziaria del socio di minoranza e, quindi, l'esercizio dell'opzione *put* implicata dalla delibera di acquisto di azioni proprie è determinata sulla base dell'attualizzazione dei flussi attesi; nel caso in cui quest'ultima fosse inferiore al premio offerto dalla società rispetto al prezzo corrente delle azioni diverrebbe conveniente procedere all'esercizio dell'opzione.

Una ultima ipotesi esemplificativa coinvolge le opportunità offerte dal recesso parziale. Si ipotizzi che il prezzo di carico della partecipazione sia, per l'azionista di maggioranza, superiore al corrispettivo previsto in caso di esercizio del diritto di recesso. Assumendo una deliberazione che comporta l'attribuzione del diritto di recesso mediante voto divergente, potrebbe ottenere il duplice effetto di acquistare le azioni dei soci recedenti al minor valore implicato dal recesso e, per le azioni

¹⁰⁰ Cioè la media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea ex art. 2437-ter comma 3 c.c.

¹⁰¹ Con il rischio ulteriore che tale società abbia azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante ex art. 2325-bis c.c.

¹⁰² Nell'esperienza borsistica italiana il caso si è verificato relativamente al *delisting* di Jolly Hotel, Negri Bossi e Ducati proprio in conseguenza del livello di adesioni.

¹⁰³ Si tratta dell'effetto ipotizzato dal teorema Modigliani Miller relativamente alla struttura finanziaria delle società: cfr. Modigliani Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Review* vol. 3 (n. 48) (1958): pagg. 261-297 nonché più complessivamente Tirole, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006.

del socio di maggioranza che hanno votato negativamente alla deliberazione, esercitare il diritto di recesso provvedendo al riacquisto ad opera della società. In tal modo si potrebbe per l'effetto allineare il valore di carico delle azioni in ragione della combinazione della media ponderale dei valori di acquisto e del flusso finanziario derivante dalla cessione alla società delle azioni per le quali si è esercitato il recesso.

Abstract

L'indagine intende evidenziare che un complesso di previsioni normative con disomogenea collocazione e diversa denominazione (offerta pubblica di acquisto obbligatoria o volontaria, *sell out* e *squeeze out*, diritto di recesso, acquisto di azioni proprie e azioni riscattabili) e di clausole sviluppate dalla prassi contrattuale in materia societaria (*Tag along*, *drag along*, opzioni *put* e *call* diritto di far quotare la società) possano rappresentare, le prime sotto il profilo della tutela di fonte legale, le seconde in ragione della autonomia statutaria della società per azioni, schemi di protezione economica delle minoranza e di predeterminazione del "costo" delle decisioni della maggioranza.

In particolare sottolineare come gli schemi legali o convenzioni inclusi nei due gruppi sopra elencati, possano essere classificati all'interno dello schema tipico dell'opzione.

Conseguentemente, rilevare che, nella disciplina attuale della società per azioni, ciascuna azione ingloba al proprio interno, in ragione di previsioni normative o convenzionali, opzioni di acquisto e/o di vendita verso tutte le altre azioni (che complessivamente costituiscono il capitale sociale); opzioni il cui esercizio è subordinato all'assunzione – da parte della maggioranza azionaria – di decisioni che comportano, caso a caso, comunque una modificazione dell'assetto organizzativo della società per come preventivamente delineato nel programma societario ma tra le quali la maggioranza può esercitare arbitraggi normativi poiché ne conosce in anticipo il costo e configurazione.

Da ciò individuare che una della relazioni tra il piano organizzativo ed il piano contrattuale del contratto di società per azioni è rappresentata dall'esistenza del potere della maggioranza azionaria - direttamente o tramite gli amministratori da essa nominati - di modellare la compagine sociale in aderenza alle scelte organizzative e gestionali che essa compie: imponendo alla minoranza l'alternativa tra la persistenza nella compagine sociale - e la compartecipazione al rischio imprenditoriale – ovvero, nei casi di dissenso, l'uscita dalla stessa; controbilanciato da schemi di protezione finanziaria delle minoranze in dissenso con le scelte gestionali (cioè sulle modalità di attuazione del programma organizzativo prescelto in sede di costituzione della società) costituiti dalla predeterminazione di criteri di liquidazione del valore della partecipazione; tutto ciò anche in conseguenza dell'ablazione - o la forte compressione - dei poteri di sindacato delle scelte gestionali della maggioranza derivante all'esclusione di concreti poteri demolitivi delle deliberazioni assembleari