

*Convegno di Orizzonti del Diritto commerciale  
Roma, 29 gennaio 2010*

**Clausole di *drag along* e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse**  
*(Bozza del 20 gennaio 2010)*

*Alessandra Stabilini – Matteo Trapani*

Università degli Studi di Milano

**1. Introduzione.**

L'occasione per la redazione di questo *paper* nasce dalle riflessioni stimulate da una pronuncia del Tribunale di Milano <sup>(1)</sup> che, anche sulla scorta di analoga presa di posizione del Consiglio Notarile di Milano (Massima n. 88), ha affermato che le clausole c.d. di *drag along* inserite in statuti di società per azioni sono valide solo a condizione che prevedano l'"equa valorizzazione" della partecipazione che il socio (normalmente di minoranza) si obbliga a vendere insieme con quella della maggioranza <sup>(2)</sup>. Tale garanzia si sostanzierebbe, secondo questa interpretazione, nella previsione di un *floor* per il prezzo di vendita che dovrebbe essere almeno pari al valore che sarebbe attribuito alla partecipazione in caso di (riscatto e, quindi, di) recesso.

L'interpretazione fa leva sia sull'applicazione della disciplina delle azioni riscattabili, con particolare riguardo al rinvio dalla stessa operato alle norme che disciplinano (tra l'altro) la valutazione della partecipazione in caso di recesso del socio, sia su un principio di ordine sistematico, che imporrebbe parametri oggettivi di valutazione della partecipazione ogni qualvolta il socio sia obbligato a dimetterla per iniziativa di altri soggetti (la società, i soci, ecc.).

Il punto di partenza della nostra analisi, che è bene chiarire sin da subito, è che l'argomento che strettamente fa leva sul tenore letterale delle norme ritenute applicabili non appare decisivo. Come argomenteremo nella prima parte del lavoro, il richiamo alla disciplina del recesso contenuto nella norma sul riscatto di azioni, se certamente vale a richiamare la disciplina (o parte della disciplina) del recesso, non altrettanto certamente vale a richiamarne il carattere di imperatività.

---

<sup>(1)</sup> Trib. Milano, 31 marzo 2008 (ord.), pubblicata in *Società*, 2008, 1373. Per un commento sintetico ma attento, con posizioni sostanzialmente simili a quelle qui sostenute, seppure argomentate diversamente, cfr. N. De Luca, *Validità delle clausole di trascinamento ("Drag-Along")*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 174.

<sup>(2)</sup> Per semplicità espositiva e di ragionamento, nel prosieguo si farà riferimento al soggetto che subisce l'esercizio del *drag along* come all'azionista di minoranza e al soggetto che esercita il *drag along* come all'azionista di maggioranza, anche se il diritto di "trascinamento" potrebbe essere attribuito alla minoranza nei confronti della maggioranza. Tale semplificazione si giustifica per il fatto che la formulazione tipica e più largamente diffusa della clausola è quella qui considerata, che prevede un diritto della maggioranza nei confronti della minoranza.

Da questa osservazione di partenza, muove la necessità – peraltro ineludibile in qualsiasi esercizio di interpretazione – di effettuare la ricostruzione degli interessi in gioco al fine di verificare, anzitutto, quale interesse giustifichi l'introduzione di un vincolo imperativo all'autonomia delle parti e, in secondo luogo, quale effetto abbia tale vincolo sull'assetto degli interessi in gioco e sugli incentivi delle parti a tenere determinati comportamenti nella fase di conclusione, prima, e di esecuzione, poi, del contratto.

Il primo passaggio del nostro ragionamento ci conduce alla conclusione che l'assetto degli interessi in gioco nell'ambito della clausola di *drag along* (ma probabilmente in generale nell'ambito delle pattuizioni di uscita dalla società) è radicalmente diverso rispetto a quello caratteristico del recesso. Il recesso ha, infatti, una chiara valenza organizzativa, nella misura in cui fornisce uno strumento di soluzione dei conflitti tra maggioranza e minoranza nella esecuzione del contratto sociale; tale istituto (così come del resto il riscatto, nella particolare formulazione, non riconducibile al *drag along*, che sarà esaminata nel par. 3.3) è strettamente collegato alla discrezionalità della maggioranza nell'assunzione di decisioni di rilievo sociale e, in quest'ottica, il principio dell'equa valorizzazione della partecipazione opera quale contrappeso alla discrezionalità della maggioranza nel contesto dell'esecuzione del contratto di società.

La clausola di *drag along* ci pare regolare problemi affatto diversi. Essa non pare avere a che fare con la dimensione organizzativa della società né mira a risolvere i conflitti tra maggioranza e minoranza nell'esecuzione del contratto sociale. La clausola, invece, tende a definire le regole di uscita dal contratto, ed è in questa prospettiva che gli interessi in gioco devono essere ricostruiti.

Su questo piano, il nostro lavoro cerca di rispondere essenzialmente a tre domande. La prima attiene, appunto, alla individuazione degli interessi rilevanti. Un primo punto fondamentale è che l'analisi degli interessi deve essere fatta necessariamente da una duplice prospettiva (e qui, secondo noi, sta una prima rilevante incompletezza nell'approccio che qui si critica), e cioè sia in una prospettiva *ex ante* – che guarda al momento della formazione del contratto –, sia in una prospettiva *ex post* – diretta cioè al momento dell'azionamento della clausola. La nostra prima conclusione è che l'assetto degli interessi, in entrambe le prospettive, è completamente diverso da quello caratteristico del recesso.

La seconda domanda è questa: ricostruiti gli interessi rilevanti, e individuato il potenziale di opportunismo per entrambe le parti, in che misura è giustificato l'inserimento di una disciplina imperativa? La nostra conclusione, qui, è che in questo contesto la limitazione della libertà contrattuale delle parti attraverso l'imposizione di un *floor* al prezzo di vendita non sia giustificata da ragioni evidenti.

La terza domanda è, per certi versi, la più importante: qual è l'effetto dell'introduzione del vincolo imperativo sugli incentivi delle parti? *Ex post*, l'effetto rischia di essere quello di dare ad una delle parti un vantaggio il cui costo la parte non ha ritenuto di pagare. *Ex ante*, l'effetto rischia di essere quello di spostare il negoziato su altri piani: nello specifico, il vincolo potrebbe incentivare le parti a collocare la clausola al di fuori del contratto sociale, con i costi che ulteriormente ne derivano.

## 2. Il principio dell' "equa valorizzazione" della partecipazione in caso di esercizio del *drag along* e l'interpretazione letterale dell'art. 2437-*sexies* c.c.

Ripercorriamo ora le valutazioni degli interpreti circa la valorizzazione della partecipazione dell'azionista di minoranza in caso di esercizio del *drag along*.

Secondo la massima n. 88 emanata dal Consiglio Notarile di Milano il 22 novembre 2005, denominata "Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di 'covendita' delle partecipazioni (artt. 2355-bis e 2469 c.c.)", "*si reputano legittime le clausole statutarie che prevedono, in caso di vendita di partecipazioni in s.p.a. o in s.r.l., il diritto e/o l'obbligo dei soci diversi dall'alienante di vendere contestualmente, a loro volta, le partecipazioni possedute; queste clausole, tuttavia, restano soggette alle disposizioni relative ai limiti alla circolazione delle partecipazioni, proprie dei rispettivi tipi sociali (s.p.a. o s.r.l.) e – ove prevedano l'obbligo di vendita – devono essere compatibili con il principio di una equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dimessa*".

Il principio sancito dalla massima è ripreso dal Tribunale di Milano, Ord., 31 marzo 2008, che stabilisce tra l'altro che "*l'obbligo di co-vendita del socio di minoranza deve trovare congruo contrappeso negoziale in un'equa valorizzazione della partecipazione che è previsto sia obbligatoriamente dimessa (...)*".

Implicitamente, sia la massima notarile, sia la pronuncia del Tribunale di Milano, sembrano assumere che la clausola di *drag along* rientri nell'ambito di applicazione dell'art. 2437-*sexies* c.c. in materia di azioni riscattabili. Non è chiaro, data la natura implicita dell'assunzione, se la disciplina del riscatto si ritenga applicabile in via diretta o analogica. Da un punto di vista strettamente letterale, la clausola di *drag along* non sembrerebbe compresa nella nozione di riscatto fatta propria dalla norma, in quanto tipicamente essa prevede un obbligo di vendita a terzi, mentre l'art. 2437-*ter* fa riferimento solo al riscatto a favore *dei soci o della società* <sup>(3)</sup>.

Il principio dell'"equa valorizzazione", sia nell'interpretazione dottrinale sia nella prassi applicativa ispirata dalla massima notarile n. 88 *cit.*, viene ricondotto alla prescrizione statutaria di minimi di valore (c.d. *floor*) che assicurino all'azionista di minoranza, in caso di esercizio del *drag along*, la percezione di un prezzo almeno pari al *fair market value* (di seguito, anche "FMV") della partecipazione ceduta, coerentemente con quanto previsto dall'art. 2347-*ter* c.c. nel caso del recesso. La conclusione viene fondata sul rinvio all'art. 2347-*ter* c.c. – contenuto nella norma che sancisce espressamente la legittimità della clausole statutarie di riscatto (art. 2347-

---

<sup>(3)</sup> È certamente vero peraltro che anche il *drag along* – che il Tribunale di Milano sembra inquadrare nella fattispecie dell'opzione di acquisto a favore di terzo – crea un obbligo di vendita della partecipazione in capo al socio ed in questo senso vi è una evidente omogeneità con il riscatto. Tuttavia, come si dirà meglio più oltre, il *drag along* sembra differenziarsi nettamente dal riscatto di cui all'art. 2437-*sexies* sul piano dell'assetto degli interessi, sia perché diversa appare la funzione del *drag* rispetto a quella classica del riscatto, sia in quanto in quest'ultimo caso il socio riscattato e gli altri soci (o la società) sono parti contrapposte, mentre nel *drag along* sia il titolare del diritto del trascinato, sia il socio trascinato, sono parti venditrici, contrapposte come tali al terzo acquirente.

Nell'ambito del presente lavoro, come si dirà, assumeremo comunque a riferimento la categoria del riscatto nella sua accezione più ampia, e al suo interno distingueremo tra il riscatto vero e proprio, e il "riscatto / *drag along*".

*sexies* c.c.) –, nonché sull'esistenza di un principio generale che imporrebbe l'utilizzo di parametri obiettivi di attribuzione di valore in tutti i casi in cui un socio si trovi obbligato a dismettere la propria partecipazione per effetto dell'altrui iniziativa <sup>(4)</sup>.

Precisiamo subito che, a nostro avviso, l'argomento letterale tratto dall'art. 2437-*sexies* c.c. non è risolutivo nell'imporre la presenza del *floor* nelle clausole statutarie di *drag along*. Ai sensi della norma citata: “*Le disposizioni degli artt. 2437-ter e 2437-quater si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci (...)*”. Ai nostri fini, si tratta di valutare se il collegamento istituito, dall'art. 2437-*sexies* c.c., tra il riscatto e le disposizioni in materia di valutazione della quota del socio recedente, contenute nell'art. 2347-*ter* c.c., abbia carattere imperativo o meramente dispositivo.

Se non sembrano sussistere dubbi, dato il tenore letterale della norma, sull'applicazione dell'art. 2347-*ter* c.c. alle clausole di riscatto, resta tutto da dimostrare che l'effetto del rinvio sia quello di definire una disciplina – applicabile alla fattispecie del riscatto – limitativa all'autonomia privata negli stessi termini in cui l'autonomia privata è limitata nel contesto del recesso. Va rilevato, infatti, che la disposizione a partire dalla quale è desunto il carattere di inderogabilità *in peius* delle norme sul recesso – ovvero il 6° comma dell'art. 2437 c.c. (“*è nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi*”

---

<sup>(4)</sup> Secondo quanto rilevato in dottrina, il dato sistematico attribuirebbe carattere generale al criterio di valutazione accolto dall'art. 2437-*ter* c.c., in base al quale la liquidazione o dismissione della partecipazione del socio deve avvenire “*a valori correnti in modo da salvaguardare l'interesse economico del socio*”. Cfr. A. Paciello, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli 2004, sub art. 2437-*sexies*, p. 1148.

C. F. Giampaolino ritiene applicabile al *drag along* il principio, ricavabile dall'art. 1349 c.c., concernente la determinazione dell'oggetto del contratto effettuata da una parte anziché da un terzo. Cfr. C. F. Giampaolino, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, 152, nt. 5. Tale autore, in particolare, richiama la dottrina secondo la quale è legittima l'attribuzione del potere di determinare l'oggetto del contratto ad una delle parti dello stesso, purché siano previsti vincoli alla discrezionalità tali da proteggere adeguatamente l'interesse della controparte del soggetto che esercita il potere. Riteniamo che la problematica, se impostata in questi termini, possa essere adeguatamente inquadrata nell'ambito dei ragionamenti che intendiamo svolgere nel prosieguo del presente lavoro. Intendiamo, infatti, dimostrare che, data la struttura dell'operazione sottesa all'esercizio del *drag along*, la discrezionalità del socio di maggioranza è vincolata e non libera. Del resto, se il tema fosse quello di una violazione dell'art. 1349 c.c., la criticità della clausola si sposterebbe dall'ambito del diritto societario a quello, più generale, del diritto contrattuale, con la conseguenza che qualsiasi clausola contrattuale avente la struttura del *drag along*, anche se riferita ad un oggetto diverso dalle partecipazioni, sociali, sarebbe nulla: non ci pare che tale radicale tesi sia affermata da alcuno dei sostenitori dell'obbligatorietà del *floor* per il *drag along* statutario. C. F. Giampaolino menziona inoltre, quali indici sistematici della necessità di prevedere, anche nel caso del *drag*, un criterio oggettivo che consenta di attribuire alla partecipazione un valore non arbitrario, la disciplina dell'opa residuale ex art. 108 T.U.F. e lo *squeeze out* ex art. 111 T.U.F. (oltre ovviamente al recesso). A nostro avviso l'obiezione a tale ricostruzione sistematica – oltre che nella diversità della ratio dei vari istituti citati – risiede comunque nella circostanza che, anche in assenza di un *floor*, il valore della partecipazione risultante dall'applicazione del *drag along* non può essere definito arbitrario.

Si rileva peraltro che anche la dottrina che, anteriormente all'introduzione dell'art. 2437-*sexies* c.c., aveva più ampiamente argomentato in merito alla liceità della clausola di riscatto, sosteneva la necessità che il prezzo per il trasferimento delle azioni riscattate fosse pari al *valore reale* delle stesse. Cfr. L. Calvosa, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 279 s..

previste dal primo comma del presente articolo”) non è espressamente richiamato dalla norma sul riscatto; ci pare pertanto si debba concludere che il rinvio è effettuato alla disciplina ma non al suo carattere di norma imperativa, almeno non in via generale (i.e. non con riferimento a tutte le possibili configurazioni della clausola di riscatto). Del resto, è lo stesso art. 2437-*sexies* a mettere in guardia l’interprete rispetto ad un’automatica ed acritica applicazione al riscatto delle norme disciplinanti il recesso: le disposizioni sul recesso, infatti, devono applicarsi al riscatto soltanto *se e in quanto compatibili*.

Dato che la disamina letterale dell’art. 2437-*sexies* non può considerarsi appagante, riteniamo sia necessario – al fine di sciogliere il dubbio interpretativo – procedere ad un’articolata ricostruzione degli interessi coinvolti. Tale ricostruzione consentirà di prendere posizione sull’affermazione, largamente condivisa dagli interpreti, secondo cui il principio dell’equa valorizzazione, insito nel procedimento ex 2437-*ter* c.c. avrebbe valenza sistematica, risultando perciò necessariamente applicabile anche alla fattispecie del *drag along* <sup>(5)</sup>.

### **3. Valutazione del *floor* come presidio inderogabile di tutela del socio di minoranza in relazione alla clausola di *drag along*.**

#### **3.1. Considerazioni preliminari.**

Messo da parte l’argomento puramente letterale e rinviata la conclusione sul riferimento sistematico, intendiamo individuare, quale bersaglio critico, il criterio più plausibile – tra quelli riconosciuti nell’ambito del nostro diritto societario – per sostenere la tesi secondo la quale il *floor* nelle clausole statutarie di *drag along* avrebbe carattere imperativo <sup>(6)</sup>.

Considerato che la disciplina del *drag along* non ha valenza tipologica <sup>(7)</sup> e che non emergono esigenze di tutela dei terzi, ci pare che l’unico criterio che potrebbe

---

<sup>(5)</sup> La ricostruzione degli interessi rilevanti è peraltro necessaria anche al fine di meglio inquadrare la portata applicativa dell’eventuale obbligatoria previsione del *floor*. Volendo trarre tutte le conseguenze della tesi, qui criticata, che contempla il *floor* obbligatorio al FMV, sarebbe in discussione la validità delle clausole di *drag along* non solo di fonte statutaria ma anche di fonte parasociale; si potrebbe, infatti, argomentare che il principio inderogabile (in ipotesi) di equa valorizzazione della partecipazione sancito dall’art. 2437-*sexies* c.c. è eluso dalla clausola parasociale che prevede il *drag along* senza il temperamento del *floor*. In effetti, ci pare che il riferimento ad un’asserito principio inderogabile – nel senso indicato nel testo e nella precedente nota 4 – non fornisca criteri di distinzione idonei a giustificare un diverso trattamento, sotto il profilo della liceità, della disposizione parasociale rispetto alla clausola statutaria avente il medesimo oggetto.

<sup>(6)</sup> A tal fine partiamo dalla constatazione che l’autonomia statutaria costituisce uno degli assi portati della riforma apportata al nostro diritto societario dal d. lgs. 6/2003. Già nel periodo immediatamente successivo all’entrata in vigore del d. lgs. 6/2003, un’attenta dottrina aveva osservato che (operando una rivoluzione copernicana rispetto a precedenti schemi di ragionamento) la riforma aveva probabilmente introdotto, quale criterio di fondo, la disponibilità per i privati della disciplina societaria, in assenza di motivazioni cogenti, di tutela dei terzi o degli stessi contraenti, tali da giustificare il ricorso alla norma imperativa. Cfr. F. d’Alessandro, «La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata». Ovvero: esiste ancora il diritto societario?, in *Riv. soc.*, 2003, 34, 39. In assenza di una espressa previsione di legge, il carattere imperativo di una norma societaria deve pertanto essere l’esito, e non la premessa, del ragionamento interpretativo.

<sup>(7)</sup> Sul rilievo del tipo societario quale limite all’autonomia privata e, in particolare, sul tema dell’invalidità delle clausole atipiche nel sistema post-riforma cfr. G. Zanarone, *Il ruolo del tipo*

giustificare l'attribuzione del carattere imperativo alla previsione del *floor* risieda nell'esigenza di tutela del socio di minoranza <sup>(8)</sup>.

A tal fine, intendiamo approfondire la valutazione delle clausole nella prospettiva del socio di minoranza, mettendo a raffronto il *drag along* con il recesso. Nel caso del recesso, infatti, è il legislatore stesso, all'art. 2437, comma 6, c.c., a sanzionare la nullità dei patti volti ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto (con riferimento ai soli casi previsti nel primo comma della norma). Qualora il *drag along* evocasse esigenze di tutela del socio di minoranza assimilabili a quelle sottese al recesso, l'applicazione obbligatoria dei criteri di valorizzazione previsti dall'art. 2437-ter c.c. sarebbe giustificata, sotto il profilo della *ratio*, per almeno due ragioni: in primo luogo, diventerebbe assai difficile, se non impossibile, sostenere che il rinvio operato dall'art. 2437-sexies, pur incompleto nella sua formulazione letterale, non si estende alla regola dell'art. 2437, comma, 6, c.c.; secondariamente, si dovrebbe concludere che il socio di minoranza soggetto all'esercizio del *drag along* necessita di meccanismi di protezione equipollenti a quelli previsti nel caso del recesso <sup>(9)</sup>.

### **3.2. Brevi considerazioni sull'autonomia negoziale nelle società "chiuse".**

Perché non consentire ai soci di decidere, nel momento in cui viene negoziato il testo dello statuto, se la protezione assicurata dal recesso e dalle connesse regole di valorizzazione della partecipazione sia un presidio essenziale o un inutile ingombro, che la minoranza potrebbe utilizzare come merce di scambio con la maggioranza, al fine di ottenere migliori condizioni economiche per l'ingresso nel capitale della società? Quali sono le ragioni per le quali la minoranza deve essere protetta mediante una norma imperativa?

Formuliamo di seguito alcune considerazioni elaborate dagli autori che hanno studiato il problema, in una prospettiva sostanzialistica, con gli strumenti dell'analisi economica del diritto.

Gli studi di psicologia ed economia comportamentale hanno da tempo sfatato il mito della perfetta razionalità caro all'economia neoclassica. In una molteplicità di circostanze, la razionalità limitata ed i limiti cognitivi dei contraenti costituiscono un limite assai severo della capacità delle parti di individuare e concordare soluzioni contrattuali efficienti nel comune interesse. Già negli anni in cui, nella riflessione di

---

*societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum di Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 74.

<sup>(8)</sup> Il par. 4.2 della Relazione al decreto legislativo per la riforma del diritto societario (che ha introdotto, l'art. 2437-sexies), precisa che – nel disciplinare l'istituto delle azioni riscattabili – si è previsto di determinare il valore di riscatto secondo i criteri previsti per l'ipotesi del recesso "*al fine di tutelare il capitale sociale*". Il richiamo è ricondotto, quindi, ad una *ratio* di tutela dei terzi, propria delle norme relative al capitale sociale. Se il riferimento alla disciplina del recesso fosse esclusivamente legato alla necessità di tutelare il capitale sociale, il problema del prezzo minimo di cessione non si porrebbe affatto nel caso del *drag along*, che prevedendo la cessione della partecipazione ad un terzo non intacca in alcun modo il capitale. La natura imperativa della norma in esame deve, dunque, essere fondata su considerazioni ulteriori rispetto a quelle contenute nella Relazione.

<sup>(9)</sup> Il confronto che si intende realizzare attiene alla *ratio* dei due istituti. Sotto il profilo strutturale, invece, l'analogia è incontestabile, in quanto sia il recesso sia il riscatto costituiscono causa di scioglimento unilaterale del rapporto sociale, determinato, a seconda dei casi, della società ovvero dal socio.

oltreoceano, l'analisi economica del diritto si affermava come uno strumento importantissimo per lo studio del diritto societario e infuriava la polemica sul tema dell'autonomia societaria, la dottrina più attenta utilizzava i risultati degli studi sui limiti cognitivi per giustificare l'imposizione di limiti all'autonomia statutaria nell'ambito delle società "chiuse" <sup>(10)</sup>.

In primo luogo, la razionalità umana è imperfetta in quanto vincolata dai limiti nell'acquisizione e nella elaborazione delle informazioni. Un agente razionale avrà l'incentivo ad acquisire nuove informazioni soltanto fino al punto in cui il beneficio atteso dall'acquisizione della nuova informazione sia pari al costo della ricerca. Considerato l'alto numero di variabili e la proiezione in un arco temporale di lungo periodo, gli eventi futuri nello sviluppo di una relazione tra i soci di una società sono destinati a rimanere – ovviamente – ignoti ma anche, in molti casi, irriducibili rispetto ad una stima probabilistica, necessaria per associare agli stessi un valore economico, in termini di costo o beneficio atteso (secondo la ben nota distinzione tra "rischio" e "incertezza"). A causa dell'impossibilità di prevedere e regolare *ex ante* tutti gli eventi futuri, il contratto di società ha le caratteristiche del contratto incompleto, nel quale la composizione degli interessi dei soci anziché essere cristallizzata in regole predefinite, deriva dall'applicazione di meccanismi di *governance* che disciplinano, di volta in volta, l'assunzione delle decisioni (sul punto cfr. *infra* il par. 3.3).

Inoltre, gli individui sono vittima di distorsioni cognitive che li inducono ad utilizzare in maniera imperfetta le informazioni disponibili.

Ad esempio, nella stima del rischio gli individui sono inclini ad attribuire un peso sproporzionato ai dati immediatamente disponibili alla percezione o all'immaginazione (c.d. *availability*) e a considerare campioni ristretti di dati come pienamente rappresentativi dell'insieme (c.d. *representativeness*) <sup>(11)</sup>. Di conseguenza, la fiducia negli altri soci e l'evidenza di una relazione che inizialmente pare solida rende difficile stimare la probabilità che tale relazione possa deteriorarsi in futuro.

È poi documentata la tendenza degli individui a formulare valutazioni eccessivamente ottimistiche rispetto alla propria persona, stimando come inferiore alla media la probabilità di subire eventi negativi e come superiore alla media la probabilità di beneficiare di eventi positivi. L'eccesso di confidenza è particolarmente marcato, nella sfera degli eventi negativi, rispetto a circostanze che l'agente ritiene di potere controllare <sup>(12)</sup>. L'avvio di un progetto imprenditoriale condiviso costituisce una tipica circostanza nella quale i futuri soci hanno la tendenza a prendere delle decisioni improntate ad ottimismo, non valutando con la dovuta attenzione i possibili casi di divergenza di valutazioni e di contenzioso endo-societario; del resto il socio di

---

<sup>(10)</sup> Particolarmente interessanti sono, ai nostri fini, gli spunti di M.A. Eisenberg. Cfr. M.A. Eisenberg, *The Structure of Corporation Law*, 89 Colum. L. Rev. 1461 (1989), nel quale sono impostate le considerazioni riportate di seguito nel testo. Il tema dei limiti cognitivi è stato esplorato dal medesimo autore in termini più generali in M. A. Eisenberg, *The Limits of Cognition and the Limits of Contracts*, 47 Stan. L. Rev. 211 (1995). Per una riflessione più recente in merito alle implicazioni, per lo studio del diritto, delle acquisizioni delle scienze comportamentali cfr. R. B. Korobkin – T. S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, in Cal. L. Rev. (2000), 1051.

<sup>(11)</sup> Cfr. R. B. Korobkin – T. S. Ulen, *Law and Behavioral Science cit.*, 1085.

<sup>(12)</sup> Cfr. R. B. Korobkin – T. S. Ulen, *Law and Behavioral Science cit.*, 1091.

minoranza non parteciperebbe alla costituzione di una società se pensasse che, con un elevato grado di probabilità, emergerà lungo il cammino un dissenso, non componibile, con la maggioranza o, peggio, che la maggioranza agirà in maniera opportunistica ponendo in essere comportamenti abusivi.

La riflessione sulla razionalità limitata e sui limiti cognitivi non giustifica, però, la reiezione integrale del principio dell'autonomia statutaria nelle società a base azionaria ristretta. Al contrario, tenendo fermo l'assunto che i soci siano capaci di auto-determinarsi, la dottrina nord-americana che ha posto con grande attenzione il tema della razionalità limitata ha poi argomentato per l'opportunità di prevedere regole imperative soltanto nella misura necessaria a sindacare le condotte opportunistiche della maggioranza rispetto alla gestione dell'attività sociale, individuando nei doveri fiduciari (che, come è noto, nel diritto nordamericano sono riferiti sia all'operato degli amministratori sia al rapporto tra i soci) il nucleo inderogabile del diritto societario nelle *close corporations* <sup>(13)</sup>.

L'analisi degli strumenti disponibili, nel nostro diritto societario (buona fede o correttezza?), per garantire alla minoranza una tutela corrispondente a quella fornita dai doveri fiduciari dei sistemi anglosassoni ci porterebbe al di fuori del tema del presente lavoro. Lo spunto che riteniamo opportuno enucleare è invece quello che collega il bisogno di protezione degli azionisti di minoranza – da esercitarsi anche con modalità paternalistiche – alle vicende proprie dell'attività disciplinata dal contratto sociale.

Il diritto di recesso del socio – per caratteristiche strutturali (i.e. indipendentemente dalla sua configurazione di diritto positivo) – si iscrive a pieno titolo tra gli strumenti volti a proteggere il socio di minoranza dai comportamenti opportunistici della maggioranza nell'assunzione delle decisioni di rilievo sociale. In particolare, con riferimento al nostro ordinamento, ci pare potersi sostenere che le materie – elencate nell'art. 2437 c.c. – rispetto alle quali è imposto inderogabilmente il diritto di recesso, configurano una protezione della minoranza rispetto ad alcune decisioni di modifica dell'assetto societario (con particolare riferimento al profilo della *governance*) idonee ad incrementare la discrezionalità della maggioranza nell'esercizio del controllo <sup>(14)</sup>.

L'incremento nella discrezionalità della maggioranza può, a sua volta, determinare un assetto di *governance* più adatto a mutate circostanze e opportunità imprenditoriali, e costituire così una fonte di accresciuta efficienza a beneficio di tutti i soci, o, al contrario, aggravare il rischio di comportamenti opportunistici a danno della minoranza. I soci, direttamente interessati, sono i soggetti più idonei a valutare, di

---

<sup>(13)</sup> Cfr. M.A. Eisenberg, *The Structure of Corporation Law*, 89 Colum. L. Rev. 1461 (1989), 1465 ss..

<sup>(14)</sup> Più nello specifico: la modifica dell'oggetto sociale può comportare l'estensione del programma di attività della società a settori o ambiti nei quali è più costoso per la minoranza esercitare un monitoraggio, o che determinano un incremento nel livello di rischio perseguibile; la trasformazione può comportare la scelta di un tipo societario con differenti caratteristiche organizzative e, quindi, diversi (inferiori) presidi a tutela della minoranza; il trasferimento della sede all'estero, per effetto del fattore geografico, può rendere più difficile l'esercizio del monitoraggio da parte della minoranza; la revoca dello stato di liquidazione determina il riacquisto, da parte della maggioranza, del controllo su risorse finanziarie destinate a ritornare nella disponibilità dei singoli soci; la modifica dei diritti di voto può comportare l'indebolimento, a danno della minoranza, del principale diritto amministrativo.

volta in volta, quale sia l'effetto di una specifica modifica dell'assetto organizzativo. In questa prospettiva, il diritto di recesso attribuisce alla minoranza un'opportunità di *exit* a fronte di decisioni sgradite nelle materie contemplate dall'art. 2437 c.c., impedendo alla maggioranza di imporre modifiche organizzative che abbiano carattere espropriativo; allo stesso tempo, la maggioranza è lasciata libera di decidere, anche sulle materie contemplate dall'art. 2437 c.c., senza essere esposta a veti, ma dovendo tenere in debita considerazione le reazioni dei soci dissenzienti.

La minoranza che dissenta e si veda potenzialmente danneggiata da una deliberazione rientrante tra quelle previste dall'art. 2437, 1° comma, c.c. eserciterà il recesso, sottraendosi così al paventato danno e ottenendo la garanzia di una posizione non deteriore, sotto il profilo patrimoniale, rispetto a quella ricoperta anteriormente all'assunzione della deliberazione. Il costo discendente dall'esercizio del recesso diviene in tal modo un elemento nel calcolo di opportunità e convenienza effettuato dalla maggioranza ai fini dell'adozione della delibera assembleare <sup>(15)</sup>.

È chiaro che, in quest'ottica, è essenziale che la partecipazione della minoranza in uscita sia valorizzata adeguatamente ("equamente"), perché soltanto l'adeguata valorizzazione della partecipazione della minoranza assicura l'efficienza delle decisioni che la maggioranza ha il potere di assumere in via unilaterale.

Con le considerazioni che precedono – sia rilevato per inciso – non intendiamo argomentare che il diritto di recesso, come configurato dagli artt. 2437 c.c. e ss., assicura una tutela efficiente del socio di minoranza e, in particolare, che le materie per le quali è previsto in via inderogabile il presidio del recesso formano un elenco completo ai fini della protezione della minoranza da possibili abusi nelle società "chiuse" <sup>(16)</sup>. Riteniamo tuttavia di poter concludere che il carattere inderogabile delle disposizioni codicistiche riguardanti il recesso trova la sua giustificazione nella funzione dell'istituto, che discende dalla natura del contratto di società come contratto incompleto e dalla sfera di discrezionalità attribuita alla maggioranza. È proprio per il fatto che il recesso si iscrive nell'ambito dei meccanismi decisionali tipici delle organizzazioni societarie che si può dubitare che la disponibilità dell'azionista di minoranza a rinunciare *ex ante* (o a rinunciare *ex ante* alla garanzia di una valorizzazione "equa" della partecipazione in occasione dell'esercizio del diritto) sia

---

<sup>(15)</sup> Ne consegue che la maggioranza avrà l'incentivo a negoziare con la minoranza, al fine di definire una modalità di realizzazione della modifica statutaria, o dell'operazione che potrebbe occasionare il recesso, che sia condivisa e non determini l'esercizio, da parte della minoranza, del diritto di *exit*. Per la ricostruzione del diritto di recesso come strumento di tutela dei soci di minoranza, nella prospettiva del *bargaining chip*, cfr., in particolare, C. Angelici, *La riforma delle società di capitali, Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, 85 ss. In quest'ottica, si coglie il significato del recesso come "*punto di equilibrio nell'assetto dei "poteri" nella società*" (cfr. *ivi* p. 94).

<sup>(16)</sup> Per affrontare tale problematica, si dovrebbe entrare nel dibattito, sviluppatosi nella dottrina U.S.A. in materia di *close corporations*, sull'opportunità di prevedere un diritto del socio di minoranza di chiedere lo scioglimento della società (i.e. una forma più radicale di *exit* che è però assimilabile al recesso per quanto concerne gli effetti economici interni alla compagine societaria), a fronte di fattispecie ripetute e strutturali di abuso. Il diritto di richiedere lo scioglimento della società viene, in effetti, riconosciuto da alcune corti nordamericane qualora il carattere abusivo della condotta della maggioranza sia particolarmente grave, così da integrare la fattispecie della "oppressione" (*oppression*) della minoranza. Per una ricostruzione cfr. *ex multis* Douglas K. Moll, *Shareholder Oppression in Close Corporations: The Unanswered Question of Perspective*, 53 Vand. L. Rev. 749 (2000).

espressione di un consenso formato in maniera pienamente razionale, dopo attenta ponderazione, da parte dello stesso azionista di minoranza, dei connessi costi e benefici.

### **3.3. Analisi della clausola di *drag along*: funzione e interessi in gioco in una prospettiva *ex ante*.**

Sulla scorta delle considerazioni che precedono, entriamo ora nel merito della clausola di *drag along*.

La clausola di *drag along* fa parte di una più ampia categoria di clausole che hanno ad oggetto, complessivamente, la disciplina dell'uscita dall'investimento da società "chiuse" e che sono estremamente diffuse nella pratica, specialmente nell'ambito del *venture capital* e dei contratti di *joint venture* <sup>(17)</sup>.

Tutte queste clausole, dal punto di vista dell'analisi economica, possono essere descritte come strumenti tesi a rimediare ai rischi di opportunismo *ex post* di una delle parti innescati dall'intrinseca incompletezza del contratto sociale e, quindi, in una prospettiva *ex ante* (rivolta cioè al momento della conclusione del contratto) a favorire un investimento efficiente delle parti nel contratto medesimo.

La natura incompleta del contratto di società non ha bisogno di essere qui spiegata; qualche parola meritano invece gli specifici problemi che queste clausole, ed in particolare le clausole di *drag along*, mirano a risolvere <sup>(18)</sup>.

In assenza di un mercato liquido delle partecipazioni, si pone nelle società chiuse il problema delle modalità di uscita dall'investimento. In assenza di una disciplina contrattuale sul punto, infatti, entrambe le parti (per mera semplicità espositiva ragioniamo in un'ottica binaria) si troverebbero esposte, durante la fase esecutiva del contratto, al rischio che l'opportunismo *ex post* dell'altra parte impedisca un disinvestimento efficiente.

Così, per esemplificare, il socio di minoranza è tipicamente esposto al rischio che la maggioranza venda la propria partecipazione ad un terzo senza riconoscerle la sua quota-parte del maggior valore che il terzo è disposto a pagare per acquistare la società; mentre la maggioranza è esposta al rischio che la minoranza si opponga ad una vendita della società che ne massimizzerebbe il valore.

---

<sup>(17)</sup> Per alcune analisi empiriche cfr. G. Chemla, M. Habib, A.P. Ljungqvist, *An Analysis of Shareholder Agreements*, in *Journal of the European Economic Association*, 2007, 5, 3 ss. (una versione precedente è disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)); C. Bienz & U. Walz, *Venture Capital Exit Rights*, March 2, 2009, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). In relazione alle società quotate, cfr. lo studio di R. Bossi e G. Giudici, *La reazione del mercato borsistico italiano ad annunci relativi a patti parasociali*, 2006, disponibile all'indirizzo <http://www.sa.unibo.it/Nr/rdonlyres/73EED348-F083-49B5-9F930B6B9BD1FFFB/61386/33GiudiciBossiReazionemercatoapattiparasociali.pdf>.

<sup>(18)</sup> La letteratura in argomento, con varie declinazioni, è sterminata. Senza pretesa di completezza, cfr. almeno O.D. Hart & J. Moore, *Incomplete Contracts and Renegotiation*, *Econometrica*, Vol. 56, No. 4, pages 755 – 785, 1988; S.J. Grossman & O.D. Hart, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, 94 *The Journal of political Economy* 4 (Aug., 1986), 691.

La clausola di *drag along*, in particolare, è tipicamente diretta a risolvere questo secondo problema: in assenza di una disciplina specifica, il socio di minoranza potrebbe trovarsi, di fronte alla prospettiva di una vendita della società, nella posizione di impedire la vendita anche laddove questa massimizzasse il valore della partecipazione, allo scopo di ottenere dalla maggioranza un beneficio patrimoniale proporzionalmente più elevato di quello che le spetterebbe.

L'atteggiamento opportunistico della minoranza è più probabile quando questa trae dal fatto di partecipare alla società benefici che prescindono dal valore della partecipazione: il caso tipico è quello del socio imprenditore nell'ambito di un'operazione di *venture capital* che, molto spesso, ha con la società un rapporto di lavoro o di amministrazione<sup>(19)</sup>. In questa situazione, il socio imprenditore potrebbe avere interesse ad opporsi ad una vendita massimizzante in quanto perderebbe i benefici di cui sopra. La strategia ostruzionistica della minoranza ha inoltre più probabilità di avere successo (e quindi di essere messa in atto) quando il socio di maggioranza ha, per sua natura, una prospettiva di investimento limitata nel tempo: il caso tipico è quello del fondo di *private equity* che ad una data tendenzialmente fissa dovrà liquidare l'investimento per onorare le obbligazioni assunte con i quotisti.

Quanto appena osservato è coerente con le evidenze empiriche, che confermano un'alta incidenza delle clausole di *drag along* nel contesto del *venture capital* e del *private equity*, quasi sempre a beneficio del socio finanziario.

Un altro caso rilevante è quello in cui, per la natura del rapporto economico sottostante tra le parti, l'ingresso nella società richiede l'effettuazione di investimenti specifici: l'esempio più evidente è probabilmente quello del contratto di *joint venture*. Anche in questo caso, infatti, l'impossibilità o la difficoltà di recuperare l'investimento specifico può incentivare la parte ad adottare un atteggiamento ostruzionistico al momento dell'uscita in quanto il valore che la parte attribuisce alla partecipazione dipende anche da un fattore (l'investimento specifico) che potrebbe non trovare adeguata remunerazione nella prospettiva del terzo acquirente<sup>(20)</sup>.

Di fronte al rischio cosiddetto di *hold-up* della minoranza, la soluzione più efficiente dal punto di vista di tutte le parti del contratto è l'inserimento di una disciplina *ad hoc* nel contratto sociale, giacché in una prospettiva *ex post* la contrattazione sarebbe viziata dalla posizione di forza negoziale della parte "opportunistica". In assenza di disciplina contrattuale, infatti, il rischio dell'opportunismo *ex post* della controparte distorcerebbe gli incentivi del socio di maggioranza e potrebbe indurlo ad investire in misura subottimale nel contratto (o, addirittura, a non entrarci affatto).

Da questo sintetico inquadramento deriva una prima importante, e piuttosto evidente conclusione (che di per sé, per la verità, anche il Tribunale di Milano fa propria), e cioè che la clausola di *drag along* è uno strumento che abbatte un costo transattivo insito in questo tipo di contratti e tende a consentire il raggiungimento di un equilibrio

---

<sup>(19)</sup> Cfr. P. Aghion & P. Bolton, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, *The Review of Economic Studies*, Vol. 59, No. 3 (Jul., 1992), 473; B. Broughman, *Investor Opportunism and Governance in Venture Capital*, 2009, scaricabile all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1364133](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1364133).

<sup>(20)</sup> Per un'analisi specifica di questo caso cfr. G. Chemla, M. Habib, A.P. Ljungqvist, *An Analysis of Shareholder Agreements*, cit. (n. 1).

efficiente tra le parti (nel senso che consente a ciascuna parte di investire nella misura corretta e di dare il giusto valore al suo investimento).

Una seconda, meno banale, notazione è questa: poiché la clausola di *drag along* abbatte un rischio per una delle parti, occorre assumere che la stessa debba pagare un prezzo per ottenerla (nella specie, un prezzo marginalmente inferiore all'entità del rischio), giacché altrimenti l'altra parte dovrebbe razionalmente rifiutarsi di accettarla e mantenere quindi la conseguente forza contrattuale *ex post*; l'inserimento della clausola, in altre parole, è un elemento negoziale al quale le parti (se razionali) daranno un valore e per il quale il socio di minoranza (se razionale) riceverà un prezzo, in termini monetari o, più verosimilmente, in termini di diritti o tutele corrispettive.

Questa osservazione ha due implicazioni importanti, secondo noi. La prima è che l'analisi della clausola in una prospettiva esclusivamente *ex post*, cioè rivolta al momento in cui la clausola viene azionata (il punto di vista che sembra adottare il Tribunale di Milano, ma anche, implicitamente, la massima notarile), dà un risultato altamente fuorviante in relazione ai presunti rapporti di forza tra le parti, facendo apparire la minoranza "trascinata" come una vittima di un regolamento contrattuale "capestro". La corretta considerazione anche della prospettiva *ex ante*, consente invece di rendersi conto di come la posizione delle parti in questo contesto sia affatto diversa (anche se, *ex post*, la clausola di *drag along* pone certamente un problema di abuso da parte della maggioranza "trascinante": ma di questo ci occuperemo più avanti).

La seconda implicazione, completamente trascurata nell'ordinanza del Tribunale di Milano, è a nostro giudizio fondamentale: la clausola di *drag along* si inserisce, nella assoluta normalità dei casi – incluso quello oggetto del giudizio del Tribunale di Milano –, nel contesto di un più ampio complesso di pattuizioni che regolano l'uscita e che molto spesso includono, tra l'altro, diritti di prelazione in caso di vendita a terzi e *tag along* (diritto di trascinamento) a favore della minoranza in caso di vendita di una porzione inferiore al 100% del capitale. In altri termini, il *drag along* è normalmente accompagnato da una o più "contropartite" a favore della minoranza che sono oggetto di una complessiva negoziazione e che portano ad un complessivo regolamento contrattuale che dovrebbe essere correttamente considerato nella sua globalità; pena l'errata stima dei rapporti di forza e dell'equilibrio contrattuale raggiunto dalle parti<sup>(21)</sup>. La clausola di *drag along* rappresenta in tutti questi casi, dal punto di vista del socio obbligato, il prezzo di altre tutele; ogni intervento *ex post* deve quindi tenere conto del suo effetto redistributivo (*ex post*) tra le parti<sup>(22)</sup>.

---

<sup>(21)</sup> Il discorso per la verità si potrebbe ulteriormente allargare, prendendo in considerazione, oltre alle clausole di uscita, le ulteriori protezioni che la minoranza si sia assicurata in termini di *voice* (diritto di nominare membri degli organi sociali) diritti di veto in assemblea o in consiglio) o di *exit* (per esempio cause di recesso convenzionale: anche se ci attendiamo che questo sia relativamente infrequente). Ci pare, tuttavia, concettualmente proficuo (e, comunque, empiricamente plausibile) immaginare l'*exit* come una vicenda dotata di una autonomia sufficiente per essere oggetto di una specifica "sessione" negoziale, nella quale i soci tentano di dare un contenuto di mutua soddisfazione al diritto del socio di maggioranza di coordinare la vendita del 100% del capitale della società. .

<sup>(22)</sup> Per una interessante argomentazione del perché, in presenza di contratti tra parti sofisticate, il giudice dovrebbe essere riluttante a concedere gratuitamente protezioni *ex post* per le quali il soggetto tutelato non ha pagato un prezzo *ex ante*, cfr. M. Todd Henderson, *Deconstructing Duff*

La domanda che ora intendiamo porci è se le finalità del riscatto siano tali da collocare l'istituto in una categoria affine a quella del recesso, almeno sotto il profilo delle distorsioni cognitive e di razionalità limitata applicabili alla contrattazione dei soci, o se non si tratti, invece, di una fattispecie di natura differente.

In realtà, il riscatto costituisce una categoria ampia, nell'ambito della quale confluiscono clausole statutarie di variegato contenuto. Ai nostri fini vale la pena enucleare almeno due ipotesi distinte dal punto di vista funzionale.

In primo luogo, va menzionato ovviamente il riscatto / *drag along*, che prevede il diritto del socio di maggioranza di "trascinare" la partecipazione del socio di minoranza, per realizzare la vendita del 100% del capitale sociale: si tratta del meccanismo rispondente alle finalità *supra* analizzate nel presente paragrafo.

In questo caso, il potenziale conflitto tra maggioranza e minoranza attiene alla decisione di trasferire il capitale sociale (ivi inclusa la partecipazione della minoranza) al terzo acquirente, ad un certo prezzo (su tale conflitto cfr. *infra* più ampiamente il par. 3.4). A sua volta, il problema di efficienza riguarda la comparazione tra il valore attribuito al capitale sociale da parte del terzo acquirente e il valore attribuito al capitale sociale da parte degli azionisti cedenti: il trasferimento della partecipazione è da ritenersi efficiente qualora il capitale sociale sia valutato dall'acquirente più di quanto è valutato, complessivamente, dai cedenti <sup>(23)</sup>. I soci hanno interesse a definire una disciplina dell'uscita efficiente, nel senso sopra indicato, al fine di massimizzare i benefici complessivi ricavabili dalla vendita, fermo restando l'esigenza – già menzionata – di non compromettere l'effettuazione, da parte dei soci stessi, degli investimenti necessari per lo sviluppo della società.

In linea di principio, non esiste tanto, in questo caso, un conflitto distributivo tra i soci <sup>(24)</sup>, quanto piuttosto una possibile divergenza di valutazione rispetto alla convenienza del prezzo offerto dal terzo acquirente.

Confrontiamo ora il riscatto / *drag along* con una diversa, possibile, formulazione della clausola di riscatto. Si può immaginare una clausola che preveda il diritto della maggioranza di acquistare la partecipazione della minoranza nel caso in cui quest'ultima eserciti il diritto di veto (previsto in virtù di particolari maggioranze

---

& Phelps, March 2007, [http://ssrn.com/abstract\\_id=977276](http://ssrn.com/abstract_id=977276). Il *paper* commenta una celebre sentenza della *Court of Appeals for the Seventh Circuit*, relatore il giudice Easterbrook, avente ad oggetto la concessione di un diritto di *tag along* a favore del socio di minoranza: *James S. Jordan v Duff and Phelps, Inc*, 815 F.2d 429 (1987). Nella *dissenting opinion*, il giudice Posner argomentava la pericolosità per il giudice di concedere *ex post* una tutela che una parte contrattuale sofisticata non aveva ritenuto di negoziare al momento della conclusione del contratto, facendo rilevare che questo equivarrebbe a regalare alla parte un beneficio il cui prezzo la stessa aveva consapevolmente deciso di non pagare.

<sup>(23)</sup> Il tema dei trasferimenti efficienti del capitale sociale è stato ricostruito e analizzato in maniera approfondita dalla letteratura sulle offerte pubbliche di acquisto e sull'acquisto del controllo delle società quotate. Cfr. L.A. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 *Quarterly J. Of Ec.* (1994), 957; M. Kahan, *Sales of Corporate Control*, 9 *J. Of L. Ec. & Org.* (1993), 368.

<sup>(24)</sup> Si assume ovviamente che il *drag along*, come tipicamente accade, stabilisca per il socio di minoranza un corrispettivo almeno pari a quello percepito dal socio di maggioranza.

qualificate di legge o di statuto) nell'ambito di una deliberazione assembleare. In relazione a tale fattispecie, il *drag along* opera quale temperamento del diritto di veto attribuito alla minoranza.

In questo secondo caso, la struttura della clausola è simmetrica, sull'asse dell'equilibrio di potere tra maggioranza e minoranza, rispetto alla clausola incentrata sul recesso, e pertanto il conflitto tra maggioranza e minoranza è analizzabile con le medesime categorie discusse con riguardo al recesso stesso <sup>(25)</sup>. In primo luogo, nasce un conflitto distributivo tra i soci, qualora la delibera da approvare abbia ad oggetto modifiche organizzative che accrescono la discrezionalità della maggioranza o la realizzazione di operazioni tali da assicurare alla maggioranza vantaggi particolari non condivisi con la minoranza. In secondo luogo, qualora il riscatto non garantisca alla minoranza il *fair market value*, la minaccia dell'esercizio del diritto di riscatto scoraggia il socio di minoranza dal fare valere il veto, indebolendo il presidio rispetto all'assunzione di decisioni inefficienti.

Torniamo ora al caso del riscatto / *drag along*: quali sono le considerazioni che la particolare funzione della clausola suggerisce di trarre rispetto all'esigenza di tutela paternalistica della minoranza che – come si è visto – caratterizza la presenza e la concreta configurazione del diritto di recesso?

Il giudizio sull'opportunità della clausola di *drag along* (ivi inclusa la previsione relativa al *floor*) da parte dei soci richiede la stima prospettica dei relativi costi e benefici e quindi, in particolare, dei benefici della clausola alla luce della sua funzione fisiologica (cfr. quanto rilevato in precedenza nel presente paragrafo), dei costi connessi al rischio di abuso da parte della maggioranza (cfr. il successivo paragrafo 3.4), nonché dei costi di transazione per l'applicazione della clausola, dipendenti dalla sua concreta formulazione (su cui cfr. quanto rilevato nel successivo par. 4).

Tale valutazione dei soci si posiziona su un livello di complessità concettualmente inferiore rispetto al livello di complessità caratterizzante la valutazione sui costi e benefici della clausola di recesso; ciò in virtù del fatto che la cessione a terzi della partecipazione dell'azionista di maggioranza – che costituisce il presupposto tipico del *drag along* – è destinata a verificarsi una sola volta in relazione ad una specifica compagine azionaria, mentre i presupposti del recesso sono idonei ad essere integrati in occasione di una serie indeterminata di delibere societarie. È evidente, infatti, che la partecipazione di maggioranza, una volta ceduta, non potrà essere trasferita una seconda volta, laddove il socio dissenziente rispetto all'adozione di una certa delibera societaria che integra i presupposti del recesso (avendo qui riguardo ai casi nei quali il recesso è previsto in via inderogabile) potrà rinunciare, di volta in volta, ad avvalersi del diritto e, in tal caso, il recesso tornerà ad essere applicabile qualora i relativi presupposti risultino nuovamente integrati.

---

<sup>(25)</sup> Il recesso riconosce alla minoranza il diritto di *exit* a fronte di decisioni sgradite, anziché attribuire alla minoranza un potere di veto. Nell'ipotesi analizzata nel testo invece la minoranza si vede riconosciuta un potere di veto e l'eventuale *exit* della stessa minoranza è imposto per effetto di un'iniziativa della maggioranza volta a rimuovere il veto che ostacola l'assunzione della delibera.

Il giudizio razionale sulla convenienza della clausola di recesso da parte della minoranza implica pertanto, in una prospettiva *ex ante*, una stima della probabilità che la maggioranza – qualora emerga l’opportunità di adottare una delibera nelle materie per le quali è previsto il rimedio del recesso – assuma decisioni contrarie all’interesse comune dei soci, e tale stima probabilistica deve essere proiettata sulla serie indeterminata di casi nei quali è ipotizzabile che l’adozione di una delle delibere in discussione venga presa in esame. L’analisi *ex ante* sul *drag along* si appunta, invece, su un singolo episodio, il cui verificarsi è peraltro, in alcune fattispecie, un evento certo (si pensi al caso già citato del fondo di investimento che è obbligato a dismettere entro un orizzonte temporale prestabilito la partecipazione detenuta): ci pare di potere affermare che la valutazione dell’azionista di minoranza risulta, rispetto al caso del recesso, radicalmente semplificata <sup>(26)</sup>.

Va aggiunto che, anche sotto il profilo degli incentivi a valutare con attenzione le informazioni disponibili, il *drag along* si pone su un piano diverso rispetto al recesso.

Abbiamo rilevato come, a nostro avviso, il diritto di recesso sia volto a tutelare l’azionista di minoranza rispetto ad un conflitto distributivo con l’azionista di maggioranza; le deliberazioni assunte nelle materie rispetto alle quali è previsto il diritto di recesso sono idonee ad incrementare la discrezionalità della maggioranza nell’indirizzo delle vicende societarie, rendendo possibile la realizzazione di atti o operazioni dannosi per la minoranza (espressione di condotte abusive della maggioranza). Ancora una volta, però, il danno che potrebbe, prospetticamente, essere subito dalla minoranza, è difficilmente quantificabile, essendo funzione non tanto (o soltanto) della disciplina del recesso quanto piuttosto dell’insieme dei presidi che l’ordinamento e lo statuto pongono a tutela della posizione della minoranza.

Nel caso nel *drag along*, invece, è vero per definizione che la cessione della totalità del capitale sociale mette in discussione l’intero valore della partecipazione detenuta dall’azionista di minoranza. Ne consegue che dovrebbe essere “saliente” nella percezione dell’azionista di minoranza stesso il fatto che il danno, in caso di inadeguata redazione della clausola, può teoricamente pregiudicare l’intero valore della partecipazione. Laddove il meccanismo previsto per la formazione del prezzo non fosse idoneo a valorizzare adeguatamente la partecipazione della minoranza, tale imperfezione nella redazione della clausola si tradurrebbe immediatamente in una perdita per l’azionista “trascinato”.

Alla luce di quanto precede, non ci pare pertanto corretto parificare il recesso e il *drag along*, al fine di discernere se la minoranza sia strutturalmente in grado di raccogliere

---

<sup>(26)</sup> Quanto osservato nel testo non supera le considerazioni svolte in precedenza in merito alla funzione del *drag along* in relazione alla carattere del contratto sociale quale contratto incompleto in termini economici. La diversa complessità della valutazione *ex ante* sull’efficienza del meccanismo di *governance* (recesso) rispetto al meccanismo di *exit* (riscatto) non esclude, infatti, che entrambi si fondino sull’impossibilità per le parti di raccogliere e elaborare tutte le informazioni necessarie per stabilire *ex ante* una disciplina analitica delle vicende ad essi sottese. In particolare, nel caso del riscatto, l’attribuzione all’azionista di maggioranza del diritto di “trascinare” la partecipazione dell’azionista di minoranza è resa necessaria dall’incapacità delle parti di quantificare *ex ante* un corrispettivo al quale l’azionista di minoranza sarebbe certamente disponibile a cedere al terzo la propria partecipazione, consentendo la vendita del 100% del capitale sociale.

e ponderare gli elementi necessari per formulare un giudizio informato nell'ambito del negoziato sullo statuto.

Ugualmente, riteniamo possibile argomentare, quanto meno a livello di ipotesi (che dovrebbe però essere vagliata sotto il profilo empirico), che le distorsioni cognitive idonee ad inficiare l'analisi razionale del socio di minoranza sulla clausola di recesso non siano applicabili al *drag along*, o quanto meno assumano in relazione al *drag along* una valenza meno incisiva.

La vendita "forzata" della partecipazione conseguente all'esercizio del *drag along* si iscrive in una vicenda che, per definizione, interrompe il rapporto dei soci rispetto all'iniziativa imprenditoriale avviata con la costituzione della società. Il negoziato sulle regole che disciplinano la cessione del 100% del capitale enfatizza il tema del prezzo e dell'efficiente liquidazione dell'investimento, laddove il negoziato sulle regole che disciplinano la *governance* della società enfatizza la creazione delle condizioni per lo sviluppo di un percorso condiviso tra i soci, volto ad accrescere il valore dell'investimento programmato con la costituzione della società; ci pare che nel primo caso (*drag along*) – in contrapposizione al secondo (recesso) – l'anticipazione di un possibile dissenso tra i soci sia, allo stesso tempo, plausibile e legittima (i.e. non disgregante) sotto il profilo relazionale <sup>(27)</sup>.

---

<sup>(27)</sup> Sussistono forse anche i presupposti per ipotizzare l'applicabilità, nell'ambito della negoziazione dei soci sulla clausola di *drag along*, della ulteriore distorsione cognitiva denominata effetto "dotazione" (*endowment effect*), che attribuirebbe maggiore pregnanza alla scelta del socio di minoranza di accettare la clausola di *drag along* (nella sua formulazione concreta).

L'effetto "dotazione" consiste nella tendenza degli individui a richiedere, per la cessione di un bene, un corrispettivo superiore rispetto a quello che sarebbero disponibili a pagare per l'acquisto del medesimo bene (per una descrizione di tale fenomeno ed un'analisi delle possibili implicazioni nel campo giuridico, cfr. R. B. Korobkin, *The Endowment Effect and Legal Analysis*, 97 *Northwestern U. Law. Rev.* 1227 (2003)). Tale effetto si manifesta in relazione a beni dei quali il soggetto considerato ha la titolarità; di conseguenza, al momento del negoziato che precede la costituzione della società, non può sussistere un effetto "dotazione" rispetto ad una partecipazione che non è ancora venuta ad esistenza. Come osservano gli studiosi di economia comportamentale, l'effetto "dotazione" è però anche rilevato con riferimento alla titolarità di diritti a carattere contrattuale ed è idoneo a moltiplicarsi a vari livelli: cfr. R. B. Korobkin, *op. cit.*, p. 1270 e p. 1277, nonché *The Status Quo Bias and Contract Default Rules*, 83 *Corn. L. Rev.* 608 (1998) (ove la ritrosia degli individui a privarsi dei diritti di cui ritengono di essere titolari, espressione dell'effetto "dotazione", viene indicata quale costo di transazione tale da rendere difficoltoso il negoziato sui termini contrattuali di *default*).

In quest'ottica, si potrebbe formulare l'ipotesi che il socio di minoranza, nel negoziare lo statuto, parta dalla convinzione che, in base alla disciplina societaria, ciascun socio possa essere privato della titolarità della partecipazione nella società in via di costituzione soltanto in via consensuale (come è noto, e come sarà ricordato nel par. 3.4, non sussiste nel nostro ordinamento un diritto del socio a conservare la propria partecipazione ma le circostanze nelle quali il socio stesso può perdere la titolarità della partecipazione in assenza di un suo espresso consenso, o di un'apposita regolamentazione come nel caso del *drag along*, costituiscono indubbiamente limitate eccezioni). Tale convinzione determinerebbe il nascere di un effetto "dotazione", tale da ostacolare il consenso del socio di minoranza rispetto all'inserimento di clausole che – come il *drag along* – sovvertono l'assetto di *default* attribuendo a terzi (la maggioranza) il diritto di disporre della partecipazione della minoranza stessa. In tal caso, risulterebbe rafforzata la tesi che riconosce nel *drag along* una clausola che, tipicamente, è oggetto di un negoziato consapevole tra le parti: la presenza stessa della clausola in statuto costituirebbe evidenza del fatto che il socio di minoranza ha ottenuto dalla maggioranza contropartite tali da superare l'inerzia prodotta dall'effetto "dotazione", come sopra descritto.

In conclusione, se – come riteniamo – esistono argomenti per sostenere che la valutazione dell'azionista di minoranza sul contenuto della clausola di *drag along* si può presumere, in linea di principio, informata e non affetta da distorsioni di carattere strutturale, viene meno la necessità di imporre una tutela paternalistica mediante la previsione in via imperativa del *floor*. In ogni caso, non ci pare corretto estendere tout court e acriticamente al giudizio sulla razionalità della valutazione dell'azionista di minoranza in merito alla clausola di *drag along* le obiezioni applicabili alla razionalità della valutazione dell'azionista di minoranza sulla clausola di recesso.

#### **3.4. L'azionamento della clausola di *drag along*: la prospettiva *ex post*. Analisi dell'assetto degli interessi e rischi di opportunismo della maggioranza.**

Dopo avere trattato dell'esigenza di protezione dell'azionista di minoranza al momento del negoziato sulla clausola di *drag along*, l'analisi deve ora essere completata analizzando gli effetti della clausola in una prospettiva *ex post*, vale a dire nel momento in cui la clausola viene azionata. È questa, in effetti, la sola prospettiva dalla quale sembra muovere la giurisprudenza di merito più volte citata. Della incompletezza e della conseguente erroneità del ragionamento *ex post* abbiamo già detto; dimostreremo ora che, a nostro giudizio, anche la considerazione del momento dell'azionamento della clausola porta a conclusioni differenti da quelle qui criticate.

Partiamo, ancora una volta, dalla considerazione degli interessi in gioco. Immediatamente, un elemento emerge con evidenza: al momento dell'azionamento della clausola il socio di maggioranza e quello di minoranza si trovano, in relazione alla vendita della partecipazione, nella stessa posizione: entrambi sono venditori; e si contrappongono, in quanto tali, al terzo acquirente. Questa prima considerazione consente – ed anzi impone – di sottolineare una prima, decisiva differenza tra la clausola di *drag along* e il riscatto come menzionato dalla lettera dell'art. 2437-*sexies*, c.c. nel quale, al contrario, riscattante e riscattato sono parti contrapposte nella compravendita della partecipazione.

L'allineamento degli interessi dei soci rispetto alla vendita deve dunque essere assunto come dato di partenza. E da questo consegue, relativamente al prezzo, che in linea generale – e salvi i casi di cui subito parleremo – il socio di maggioranza avrà, così come il socio di minoranza, interesse a spuntare il miglior prezzo possibile per la vendita, al netto ovviamente dell'eventuale maggior valore che la minoranza potrebbe attribuire alla sua partecipazione in conseguenza dei benefici privati altrimenti derivanti dalla sua posizione nella società (all'origine del problema di opportunismo che la clausola cerca appunto di correggere). Si consideri anche, d'altra parte, che, prevedendo normalmente la clausola di *drag along* che la vendita della partecipazione della minoranza debba avvenire allo stesso prezzo unitario della partecipazione di maggioranza, il socio di minoranza dovrebbe presumibilmente ottenere un beneficio in termini di partecipazione pro-quota al premio di controllo (che, ovviamente, non gli verrebbe corrisposto qualora vendesse la sua sola partecipazione di minoranza).

Un secondo elemento che va qui sottolineato attiene al meccanismo di formazione del prezzo: il prezzo di vendita infatti è innanzitutto determinato dall'offerta proveniente dal terzo. In una società chiusa, l'offerta proveniente da un terzo estraneo e non correlato alla società rappresenta come è evidente la migliore approssimazione

possibile ad una valutazione di mercato della società stessa, dal momento che l'offerta di un terzo disinteressato rivela il prezzo che il mercato è disposto a pagare per la società <sup>(28)</sup> <sup>(29)</sup>.

All'offerta del terzo, segue quindi la valutazione del socio di maggioranza, che può decidere se accettare o rifiutare il prezzo offerto. Come già accennato in precedenza, il socio di maggioranza beneficiario del *drag along* appare, in molti casi, il soggetto nella posizione migliore per valutare l'adeguatezza del prezzo offerto da terzo, in quanto presumibilmente più informato della minoranza sul valore della società.

Questi due elementi – allineamento degli interessi tra i soci e formazione del prezzo attraverso un meccanismo “mercantile” – definiscono, a nostro giudizio, il quadro di riferimento per l'analisi. Ed è questo quadro che deve essere messo a confronto con l'alternativa, presentata dalla giurisprudenza di merito e dalla massima notarile, e consistente nell'imposizione di un *floor* pari al valore della partecipazione determinato ai fini del recesso.

Torniamo dunque al metodo per la determinazione del *fair market value* della partecipazione in caso di recesso del socio. Il *fair market value* della partecipazione ai fini del recesso è determinato anzitutto dagli amministratori della società. In questa fase, è evidente che gli amministratori godono di un ampio margine di discrezionalità; sia per le inevitabili incertezze legate alla valutazione di una partecipazione azionaria – come dimostra la copiosissima letteratura aziendalistica sul tema <sup>(30)</sup> – sia, più importante in questo contesto, per la formulazione della relativa norma, la quale – come è noto – non vincola gli amministratori ad alcun criterio univoco ma impone loro semplicemente di “tenere conto” dei tre elementi della consistenza patrimoniale, delle prospettive reddituali, nonché dell' “eventuale valore di mercato” delle azioni <sup>(31)</sup>. Il margine di discrezionalità lasciato agli amministratori è dunque un primo elemento di cui è necessario tenere conto, nel valutare il livello di tutela assicurato al socio trascinato dalla previsione di un *floor* al *fair market value*.

---

<sup>(28)</sup> Si può aggiungere che poiché la circostanza che il socio di maggioranza sia il soggetto meglio in grado di valutare la società è prefigurabile da parte del terzo, è ragionevole che il prezzo offerto dal terzo sia sufficientemente elevato da incentivare la maggioranza a vendere.

<sup>(29)</sup> In relazione al criterio del “valore di mercato” indicato dal legislatore per la valutazione della partecipazione in caso di recesso, cfr. per analoga considerazione M. Ventrone, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 309, 381 s., il quale osserva: “A rigore, anche un unico prezzo di mercato, formato a fronte di una singola operazione di scambio, consente di individuare un ‘valore’ che l'incontro della domanda e dell'offerta attribuisce alle azioni della società in questione, del quale è possibile tenere conto. (...) Sembra allora preferibile, sia in base al significato economico dell'espressione, sia ponendo mente alle finalità della norma, ritenere che si possa ‘tenere conto’, nella determinazione del valore della partecipazione del socio uscente, anche di unico prezzo di vendita che si sia formato dall'effettivo incontro di domanda e offerta senza distorsione: esso è pur sempre un *valore delle azioni derivato dal mercato*”.

<sup>(30)</sup> In Italia, fondamentale il riferimento a L. Guatri – M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 2005. Per una considerazione sintetica ma esaustiva del tema, nell'ambito del diritto di recesso, cfr. M. Ventrone, *I criteri di valutazione delle azioni*, cit., 368 ss.

<sup>(31)</sup> Cfr. sul punto M. Ventrone, *I criteri di valutazione delle azioni*, cit., 366 s., il quale parla di “notevoli margini di discrezionalità degli amministratori, ai quali è semplicemente richiesto di ‘tenere’ conto di tre elementi (...)” e nota che l'espressione utilizzata dal legislatore (“tenere conto”) consente, per esempio, pacificamente agli amministratori di attribuire pesi diversi ai tre elementi e anche, laddove lo ritengano opportuno, attribuire ad uno o due di essi valore pressoché nullo. E vedi le considerazioni più analitiche a p. 368 ss..

Secondo elemento rilevante, in questa valutazione, è la posizione degli amministratori rispetto alla maggioranza: la circostanza, cioè, per cui gli amministratori sono pur sempre espressione, nella normalità dei casi, e almeno in porzione maggioritaria, dello stesso socio di maggioranza.

Alla valutazione degli amministratori segue, eventualmente, la determinazione del *fair market value* da parte di un terzo arbitratore. In questa fase, diamo per scontato che non esista un problema di terzietà e indipendenza dell'arbitratore, come potrebbe invece essere il caso per gli amministratori espressione della maggioranza. Resta comunque il fatto che l'arbitratore è un soggetto terzo alla società, che normalmente non possiederà informazioni rilevanti sulla stessa equivalenti a quelle presumibilmente possedute dai soci (e in particolar modo dalla maggioranza) e il cui accesso alle informazioni rilevanti – fatta eccezione per quelle pubbliche, in particolare i dati contabili riflessi nel bilancio – sarà comunque in gran parte filtrato dagli amministratori.

Riassumendo, quindi, le due alternative che si presentano nel caso di specie per la determinazione del valore della partecipazione sono le seguenti:

- (i) valore determinato dall'incontro tra un'offerta proveniente da un terzo disinteressato e la successiva valutazione della corrispondenza tra quanto offerto e il valore della società effettuata dal socio di maggioranza;
- (ii) valore determinato da una valutazione operata dagli amministratori secondo i criteri previsti per il recesso, seguita da una eventuale seconda valutazione da parte di un terzo arbitratore.

Tenuto conto di quanto sopra osservato, non vi è alcuna ragione per ritenere che, nella normalità dei casi, la seconda alternativa sia preferibile della prima in relazione alla migliore garanzia di una equa valorizzazione della partecipazione (anche) del socio di minoranza trascinato.

Vi sono, tuttavia, casi particolari, nei quali potrebbe porsi un problema di tutela della minoranza: si tratta, in particolare, delle circostanze – eccezionali – nelle quali l'interesse della minoranza e della maggioranza rispetto alla vendita potrebbe divergere e, più specificamente, nei quali la maggioranza potrebbe essere indotta ad accettare un prezzo inferiore all'equo valore della partecipazione. Anche in questi casi, secondo noi, il meccanismo di determinazione del valore della partecipazione tipico della clausola di *drag along* è preferibile rispetto all'imposizione di un *floor*, considerati anche i limiti, sopra esposti, insiti in questa seconda alternativa.

- (a) *Errore di giudizio da parte del socio di maggioranza.*

Il primo caso astrattamente immaginabile è quello in cui il socio di maggioranza commetta un errore nella valutazione della società, attribuendole un valore inferiore di quello reale <sup>(32)</sup>. La prima osservazione che ci pare pertinente a questa ipotesi è che,

---

<sup>(32)</sup> Un'ipotesi vicina alla precedente è quella in cui il socio di maggioranza accetti un prezzo non conveniente perché non investe sufficientemente nel processo di selezione e valutazione delle offerte. L'analisi di questa ipotesi non differisce sostanzialmente da quella proposta nel testo.

considerando l'interesse della maggioranza a vendere e la sua peculiare posizione all'interno della società, non vi è nessuna ragione di pensare che la ricorrenza di un errore di valutazione sia più probabile per il socio di maggioranza rispetto al terzo arbitratore al quale sarebbe in alternativa affidata la determinazione del *fair market value* della partecipazione. Come si è già notato, è ragionevole pensare che il socio di maggioranza sia il soggetto nella posizione migliore, dal punto di vista dell'accesso alle informazioni rilevanti, per valutare la società; ciò anche considerato che lo stesso, se lo ritiene opportuno, può usufruire su base volontaria del supporto di un terzo esperto nella valutazione di aziende. Nel complesso, un errore di valutazione del socio di maggioranza non appare più verosimile di quello del terzo al quale sia affidato, in via obbligatoria, l'incarico di determinare il *floor*.

Ciò considerato, non pare ragionevole limitare l'autonomia negoziale delle parti attraverso l'imposizione di una regola imperativa applicabile nella generalità dei casi a fronte di questo rischio.

(b) *Liquidity shock della società o del socio di maggioranza.*

Il secondo caso problematico riguarda l'ipotesi in cui il socio di maggioranza si trovi costretto a dismettere la partecipazione a causa di una esigenza improvvisa di liquidità, che gli impone la vendita della partecipazione nella società ad un prezzo inferiore a quello ottimale. L'ipotesi può essere ulteriormente articolata in due varianti, e precisamente (i) esigenza di liquidità della società partecipata, alla quale il socio di maggioranza non vuole o non può fare fronte; (ii) esigenza di liquidità del socio di maggioranza direttamente. Anche se entrambe le ipotesi sono teoricamente possibili, solo la prima appare suscettibile di ricorrere in misura tale da giustificare (ma come vedremo non secondo noi) un intervento legislativo che riguardi la clausola di *drag along* nella sua generalità.

L'ipotesi dello *shock* di liquidità del socio venditore sembra infatti poco probabile soprattutto perché è verosimile che la crisi finanziaria del socio abbia come conseguenza azioni esecutive sulla partecipazione da parte dei suoi creditori piuttosto che una vendita "forzata" della partecipazione medesima. La prima ipotesi richiede qualche notazione più articolata. Tuttavia, anche con riferimento ad essa non ci sembra che l'introduzione di un *floor* in via imperativa trovi giustificazione. Infatti, se la società ha un'esigenza di liquidità il socio di minoranza potrebbe razionalmente opporsi alla vendita al terzo ad un valore non adeguato se fosse egli stesso disposto a reinvestire (ricapitalizzandola) nella società.

Due infatti sono i casi: o il socio di minoranza è in grado di fare fronte al bisogno di liquidità della società, e allora egli è il destinatario naturale dell'offerta di vendita (e potrà presentarsi quale acquirente alternativo offrendo un prezzo marginalmente superiore a quello offerto dal terzo)<sup>(33)</sup>; oppure egli non è in grado di farvi fronte

---

<sup>(33)</sup> Da questo punto di vista, è utile notare che con relativa frequenza le clausole di *drag along* contengono un diritto di prelazione a favore del socio di minoranza tale per cui questi, di fronte all'offerta del terzo per il 100% del capitale, ha la scelta tra vendere la sua partecipazione insieme alla maggioranza ovvero rendersi egli stesso acquirente della partecipazione di maggioranza allo stesso prezzo offerto dal terzo. Questo era anche il caso della clausola considerata dal Tribunale di Milano nell'ordinanza più volte citata. Nel caso di specie, il Tribunale di Milano ha escluso ogni portata "redimente" della prelazione osservando che, da un lato, la prelazione non risolve il problema tutte le volte in cui il socio non possa o non voglia

(perché non può o non vuole reinvestire): ma in questo caso l'imposizione di un *floor* è una soluzione controintuitiva ed illogica. Di fronte ad una oggettiva esigenza di liquidità della società, il socio che non intenda fare ulteriori investimenti nella società non dovrebbe potersi opporre alla vendita ad un terzo che, verosimilmente, rappresenta la soluzione più efficiente per la conservazione del valore della società stessa. Il discorso non cambia se il socio di minoranza si trova nell'impossibilità (perché a sua volta illiquido) di ricapitalizzare la società.

Da questo punto di vista, ci pare interessante il parallelo con l'ipotesi del socio di minoranza che venga diluito a seguito di un aumento di capitale al quale non può partecipare: come è noto, questa ipotesi è stata più volte considerata dalla giurisprudenza nell'ambito delle azioni di invalidità delle delibere assembleari per abuso di maggioranza. Ebbene, la giurisprudenza ha costantemente negato che la impossibilità per il socio di minoranza – pure nota alla maggioranza – di partecipare all'aumento di capitale possa avere una qualche rilevanza in relazione alla liceità della deliberazione di aumento, non essendo configurabile nell'ordinamento un diritto a rimanere socio in capo all'azionista. Dal punto di vista dell'analisi economica, questa soluzione è assolutamente ragionevole per le stesse ragioni che abbiamo poco sopra esposto per il caso del *drag along*: il socio che non vuole investire nella società non dovrebbe poter impedire alla maggioranza di farlo lei stessa o di trovare un terzo disposto a farlo, bloccando una soluzione (aumento di capitale in un caso, vendita massimizzante ad un terzo nell'altro) che preserva il valore della società e dunque, da questo punto di vista, è una soluzione efficiente.

(c) *Abuso del socio di maggioranza: estrazione di benefici collaterali dal terzo.*

Il terzo caso è probabilmente il più rilevante. L'ipotesi qui è quella di un vero e proprio abuso da parte del socio di maggioranza, il quale accetti un prezzo vile a fronte di benefici collaterali pattuiti con il terzo acquirente; il caso più verosimile sembra essere quello in cui il terzo acquirente è in qualche modo riconducibile al socio di maggioranza o comunque allo stesso correlato <sup>(34)</sup>.

---

esercitare la prelazione “pur in presenza di un prezzo basso, conveniente ma incongruo rispetto all'obiettivo valore della sua quota”; e che, dall'altro (e particolarmente nel caso di specie), i tempi stretti solitamente concessi alla minoranza per esercitare il diritto di prelazione rendono praticamente molto difficile per il socio che anche voglia esercitarla reperire le risorse necessarie per l'acquisto, tutte le volte in cui non abbia la disponibilità immediata della necessaria liquidità. Nessuno dei due argomenti ci pare convincente. Del primo si è già detto nel testo: non si vede perché si dovrebbe tutelare un socio di minoranza che né vuole accettare un'offerta del terzo (perché troppo bassa), né è disposto ad investire ulteriormente nella società acquistandola lui. Il secondo argomento è apparentemente più convincente ma, di nuovo, occorrerebbe chiedersi perché il socio di minoranza non ha ritenuto di farsi dare una migliore protezione al momento della conclusione del contratto. Poiché è evidente che la prelazione è stata prevista nel contratto quale contrappeso del *drag along*, qui non siamo di fronte ad una lacuna nel contratto, ma al contrario stiamo ragionando di una previsione che le parti hanno inserito nel contratto al precipuo scopo di dare una tutela ad una di esse. Sostenere che la prelazione è sostanzialmente inutile e da questo far nascere un'esigenza di tutela del socio a favore del quale essa è prevista significa in realtà, ancora una volta, regalare alla parte una tutela per la quale quella parte non ha ritenuto conveniente pagare un prezzo. È assai dubbio che questo risultato sia da considerare positivo.

<sup>(34)</sup> In base agli elementi di fatto riportati nell'ordinanza, sembra di intuire che nel caso deciso dal Tribunale di Milano potesse essersi verificata una situazione di questo tipo. Due elementi di fatto, riportati nel provvedimento, avvalorano questa ipotesi.

Anche in questo caso, tuttavia, è dubbio che la sanzione della nullità rappresenti la migliore soluzione. In effetti, l'ipotesi dell'abuso qui considerata rappresenta una elusione della clausola e già per questa sola ragione la soluzione immediatamente preferibile sarebbe nel senso di una applicazione rigorosa della medesima, anziché quella di un intervento imperativo sul suo contenuto sanzionato dalla nullità. Più specificamente, poi, il comportamento del socio di maggioranza in questa ipotesi sembrerebbe integrare una violazione dell'obbligo di esecuzione del contratto in buona fede di cui all'art. 1375 c.c., e sarebbero quindi disponibili al socio di minoranza le tutele tipiche previste dall'ordinamento, e in primo luogo quella risarcitoria. A ben vedere, tra l'altro, il rimedio risarcitorio appare il rimedio più efficiente dal momento che, da un lato, non altera l'equilibrio negoziale tra le parti (come invece la declaratoria di nullità della clausola) e, dall'altro, corregge l'effetto patrimoniale dell'abuso e dunque garantisce alla minoranza una tutela sostanzialmente equivalente a quella garantita dal *floor*.

#### 4. La configurazione della clausola di *drag along*.

##### 4.1. Definizione delle alternative nella configurazione della clausola di *drag along*.

Riteniamo ora utile analizzare alcune opzioni di disciplina che sarebbero teoricamente disponibili per i soci, in relazione al problema dell'uscita dalla società, in un contesto di più ampia autonomia statutaria, al fine di trarre alcune considerazioni sulla distorsione prodotta dalla norma imperativa che precluda l'utilizzo di alcune di quelle opzioni. In particolare, ci soffermeremo su due profili: il primo consistente nell'alternativa tra l'utilizzo di una clausola di *drag along* con *floor* al FMV o di una clausola di *drag along* priva di *floor*; il secondo consistente nell'alternativa tra l'inserimento della clausola di *drag along* in statuto o in un patto parasociale <sup>(35)</sup>.

---

Il primo elemento attiene all'identità del terzo offerente. Il terzo offerente risultava essere una società (Design Factory) che, dalla sua costituzione, non aveva effettuato alcuna attività prima della formulazione dell'offerta per l'acquisto del 100% del capitale della società oggetto di contesa (Tecno); il Presidente del consiglio di gestione di D.F., inoltre, era altresì direttore generale di Tecno, nominato dal socio di maggioranza "trascinatore" (I2 Capital). Infine, l'offerta era stata formulata da D.F. "in proprio o per persona da nominare". Da tutti questi elementi, il giudice traeva – correttamente – la conclusione che non vi fosse, nel caso di specie, alcuna garanzia della effettiva terzietà dell'offerente rispetto al socio di maggioranza.

Il secondo elemento attiene alle condizioni dell'offerta. L'offerta formulata da D.F., infatti, conteneva alcune condizioni peculiari, tra cui l'impegno dell'acquirente a non esercitare azioni di responsabilità nei confronti di amministratori e sindaci dimissionari di Tecno e delle sue controllate e a rilasciare a loro favore una dichiarazione di manleva. A prescindere dall'effetto di queste condizioni sulla validità della *denuntiatio* ai fini della prelazione, è abbastanza evidente che la loro presenza rendeva più difficile l'esercizio della prelazione da parte della minoranza, specie considerando – come nota il Tribunale – che l'offerta giungeva in un momento di conflittualità tra i soci di Tecno che aveva portato la minoranza ad promuovere una denuncia *ex art. 2409 c.c.*. Si può aggiungere che la presenza di tali clausole, evidentemente favorevoli al venditore e non all'acquirente che formulava l'offerta, gettava ulteriori dubbi sulla effettiva assenza di legami tra il terzo offerente e il socio di maggioranza.

<sup>(35)</sup> Si potrebbe anche sostenere che l'assetto statutario / parasociale prescelto da i soci costituisce un corpo organico, nel quale non è possibile selezionare pacchetti di disciplina isolati immaginando che questi siano oggetto di un negoziato autonomo, avulso dal contesto complessivo (in questo senso, la disciplina dell'*exit* andrebbe considerata insieme a quella relativa alle maggioranze di assemblea, alla composizione e alle maggioranze del consiglio di

In questa prospettiva, il *floor* viene considerato non più come un temperamento obbligatorio (secondo la tesi qui criticata) del *drag along* statutario, quanto piuttosto come possibile esito volontario del negoziato effettuato dalle parti. A tal fine, si assume che i soci siano in grado di valutare razionalmente le implicazioni delle clausole in discussione (sappiamo che tale assunto non è privo di risvolti problematici ma, per quanto rilevato al par. 3.3, riteniamo possa ritenersi tendenzialmente vero con riferimento al negoziato sul *drag along*). Aggiungiamo poi l'ulteriore profilo decisionale connesso alla possibilità di introdurre il *drag along* in un patto parasociale anziché in statuto.

La combinazione delle alternative in esame è illustrata dalla tabella che segue.

<b><u>DRAG ALONG</u></b>		
	<b><u>Collocazione in statuto</u></b>	<b><u>Collocazione nel patto parasociale</u></b>
<b><u>Floor al FMV</u></b>	<i>Drag along</i> con <i>floor</i> al FMV; inserimento in statuto	<i>Drag along</i> con <i>floor</i> al FMV; inserimento in un patto parasociale
<b><u>Assenza di floor</u></b>	<i>Drag along</i> senza <i>floor</i> ; inserimento in statuto	<i>Drag along</i> senza <i>floor</i> ; inserimento in un patto parasociale

Quali sono le considerazioni pratiche alla base della scelta dei soci tra le quattro conformazioni della clausola di *drag along* sopra prospettate? Proviamo a formulare una risposta trattando separatamente i due profili decisionali.

#### **4.2. L'alternativa tra l'utilizzo di una clausola di *drag along* con *floor* al FMV o di una clausola di *drag along* priva di *floor***

Come abbiamo rilevato al par. 3.4, anche qualora la clausola di *drag along* non contempli espressamente un *floor*, l'esistenza di un *floor* in senso sostanziale è implicita nella struttura tipica del *drag along*. In mancanza di un *floor* formalizzato, l'azionista di maggioranza ha la facoltà di cedere il 100% del capitale al prezzo che ritiene più opportuno, ma la decisione di cedere è ovviamente correlata al valore che lo stesso soggettivamente attribuisce alle proprie azioni oggetto di cessione.

Nel caso invece in cui il *floor* sia articolato in maniera espressa nella clausola di *drag along*, la valenza dello stesso dipende dalle regole che disciplinano la quantificazione del prezzo minimo di cessione: qualora la clausola di *drag along* sia inserita in statuto, il *floor* sarà determinato in prima battuta dagli amministratori ex art. 2437-ter, 1° comma, c.c., e poi, in caso di contestazione promossa dalla minoranza dissenziente, dall'arbitratore prescelto dal Tribunale; qualora invece la clausola di *drag along* sia inserita in un patto parasociale, viene meno il passaggio intermedio dato dalla determinazione del consiglio di amministrazione e l'eventuale dissenso tra gli azionisti viene risolto direttamente – secondo la configurazione tipica della clausola parasociale conosciuta nella prassi – dal ricorso all'arbitratore. In entrambi i casi, dunque, il meccanismo con la previsione del *floor* determina l'emersione di un valore

---

amministrazione, alla disciplina dell'organo di controllo, ecc.). Cfr. tuttavia sul punto la nota 21..

sostanziale di confronto, che traccia l'area di tutela del socio soggetto all'esercizio del *drag along*.

Naturalmente, anche nel caso in cui sia previsto espressamente un *floor*, gli interessi della maggioranza e della minoranza rimangono tendenzialmente allineati. Il *floor* diviene vincolante soltanto nel caso in cui la maggioranza sia disponibile a cedere la propria partecipazione, "trascinando" nella vendita la partecipazione della minoranza, ad valore *inferiore* rispetto al FMV determinato in base alla procedura prevista dall'art. 2437-ter c.c. (nel caso della clausola statutaria) o dalle applicabili disposizioni parasociali. In sostanza, in presenza del *floor*, il *drag along* sarà esercitato dall'azionista di maggioranza a fronte di un corrispettivo pari *al maggiore* tra il valore minimo da quest'ultimo soggettivamente attribuito alla partecipazione ceduta e l'applicabile importo del FMV.

Sia il meccanismo che contempla il *floor* sia quello che ne prescinde, scontano imperfezioni ed elementi di incertezza (i.e. costi di transazione), tali da incidere sulla scelta delle parti nel caso concreto.

Il meccanismo che, in assenza di *floor*, fa leva esclusivamente sulla coincidenza di interessi tra gli azionisti, è tanto meno idoneo a tutelare l'azionista di minoranza quanto maggiore è l'opportunità, per l'azionista di maggioranza, di ottenere benefici particolari nell'ambito dell'operazione di vendita. Come già rilevato al par. 3.4, il socio di maggioranza che abbia pattuito con l'acquirente benefici economici aggiuntivi rispetto al prezzo di cessione potrebbe essere interessato a cedere le azioni anche a fronte di un corrispettivo inferiore alla valorizzazione della società ritenuta corretta: in tal caso, il titolare del *drag along* e il terzo ricaverrebbero un profitto "espropriando" la minoranza.

L'opportunità di abuso è funzione, tra l'altro, di elementi specifici legati alle caratteristiche sia della società interessata sia del socio titolare del diritto di *drag along* <sup>(36)</sup>. Il potenziale di abuso è maggiore quando il socio titolare del diritto di *drag along* svolge cruciali funzioni manageriali o di fornitura di beni o servizi, per la società *target*, che dovranno trovare regolamentazione in specifici accordi con l'acquirente: potrà, infatti, essere surrettiziamente trasferita in tali accordi una parte del valore espresso dalla partecipazione oggetto di cessione. Di converso, il potenziale di abuso è ridotto quando il socio di maggioranza è soggetto a stringenti vincoli reputazionali, in quanto *repeat player* sul mercato (si pensi alle operazioni di dismissione delle partecipazioni possedute da parte di un fondo di *private equity*), che ne limitano la libertà di azione <sup>(37)</sup>.

---

<sup>(36)</sup> Essa è ovviamente anche funzione di un elemento di sistema – la capacità del sistema giurisdizionale di fornire una tutela rapida ed efficiente ai diritti violati – che si può ritenere particolarmente critico nel nostro ordinamento, considerati i tempi lunghissimi della nostra giustizia civile. Secondo i dati riportati nella Relazione sull'Amministrazione della Giustizia nell'Anno 2008, presentata alla Camera e al Senato dal Ministro della Giustizia A. Alfano (disponibile su [http://www.giustizia.it/giustizia/it/mg\\_2\\_7\\_3\\_2.wp](http://www.giustizia.it/giustizia/it/mg_2_7_3_2.wp)), nel settore civile la giacenza media dei procedimenti ordinari è pari a circa 960 giorni per il primo grado ed a 1509 giorni per il giudizio di appello.

<sup>(37)</sup> Il potenziale di abuso può essere alto anche in conseguenza della particolare configurazione dell'operazione di cessione: ad esempio, qualora l'acquirente sia un soggetto controllato o partecipato dal socio di maggioranza, l'opportunità per quest'ultimo di estrarre benefici differenziali deriva dal conflitto di interessi che immanente nella struttura dell'operazione. Casi

Per quanto riguarda il meccanismo che prevede l'esistenza di un *floor*, esso comporta dei costi di immediata evidenza, connessi alla possibilità di contestazione del parte del socio con ricorso all'intervento dell'arbitratore: l'attività dell'arbitratore infatti, deve essere remunerata dalla società e produce un prolungamento dei tempi per il perfezionamento della cessione.

Inoltre, il meccanismo che prevede l'esistenza del *floor* enfatizza la discrezionalità insita nella determinazione del FMV.

Come già rilevato, per altri fini, nel par. 3.4, la valutazione del capitale economico di una società è un processo complesso, sorretto da convenzioni tecniche e destinato a fornire, quale *output*, non tanto un dato esatto, oggettivamente inoppugnabile, quanto piuttosto un'approssimazione razionale. La complessità del processo è peraltro connessa alle caratteristiche della società esaminata: tale complessità è maggiore, ad esempio, con riferimento ad una società che sia in fase di *start-up*, nella quale tutto il valore derivi dai risultati prospettici e/o nella quale sia centrale la componente di valore consistente in beni immateriali (marchi, brevetti, ecc.), rispetto ad una società matura, con flussi di cassa costanti e una scarsa componente di beni immateriali <sup>(38)</sup>. La maggiore discrezionalità nella determinazione del valore costituisce, di per sé, fonte di un possibile dissenso tra i soci (così come tra i soci e qualsiasi terzo) rispetto all'esito del processo di valutazione, quand'anche questo sia condotto nel rispetto dei migliori principi della scienza aziendalistica <sup>(39)</sup>.

Si deve poi anche considerare che gli elementi di fatto che guidano la valutazione dei soci circa la convenienza della cessione non coincidono necessariamente con quelli utilizzati un terzo valutatore, sia pure indipendente. Possono sussistere distorsioni derivanti da asimmetrie informative, qualora i soci di maggioranza dispongano di informazioni, non osservabili da un terzo, che incidono sulla determinazione del valore; possono sussistere anche distorsioni derivanti dalla circostanza che il socio di minoranza attribuisce alla partecipazione un valore puramente soggettivo (idiosincratico), non idoneo ad essere riflesso nella valutazione del terzo <sup>(40)</sup>.

---

così lampanti possono essere evitati da un'attenta formulazione della clausola di *drag along*, prevedendo (come spesso accade ad esito del negoziato tra soggetti sofisticati) che il diritto di trascinarsi sia applicabile soltanto in caso di offerta di acquisto formulata in buona fede da un terzo che non è parte correlata della maggioranza. Tuttavia, anche un'attenta formulazione della clausola non potrà mai essere tale da prevenire tutti i casi di abuso o di potenziale abuso (non fosse altro per le difficoltà ineliminabili che nascono, a causa dell'incertezza interpretativa o dell'esistenza di informazioni non verificabili, nel momento in cui la parte lesa tenta di ottenere tutela di fronte all'autorità giudiziaria), e, pertanto, il costo di transazione menzionato nel testo rimane un necessario elemento di valutazione.

<sup>(38)</sup> Cfr. L. Guatri – M. Bini, *op. cit.*, 29 ss..

<sup>(39)</sup> Dobbiamo qualificare meglio il concetto di dissenso. Ciò che intendiamo è che, quanto maggiore è la discrezionalità del processo di valutazione, tanto più probabile è l'eventualità che il valore determinato dall'arbitratore sia superiore a quello minimo al quale l'azionista di maggioranza sarebbe disponibile a cedere la propria partecipazione, ovvero inferiore a quello minimo al quale l'azionista di minoranza sarebbe disponibile a cedere la propria partecipazione. Ai sensi dell'art. 1349 c.c., la determinazione dell'arbitratore può essere impugnata soltanto qualora sia manifestamente iniqua o erronea e, pertanto, una valutazione che cada nell'ambito della fascia di valori considerati ragionevoli secondo la migliore scienza valutativa non sarebbe, presumibilmente, censurabile.

<sup>(40)</sup> Per la verità ci pare che – se si esclude l'abuso – i casi in cui i soci di minoranza hanno interesse ad invocare la tutela del *floor* siano proprio quelli in cui la loro valutazione della partecipazione

Il valore determinato dall'arbitratore può pertanto, tra l'altro, risultare (i) inferiore al prezzo minimo al quale l'azionista di minoranza sarebbe disponibile a cedere la propria partecipazione ovvero (ii) superiore al prezzo massimo che il terzo acquirente sarebbe disponibile a pagare per l'acquisto della partecipazione ma anche al prezzo minimo (pur non dichiarato) che il socio di minoranza sarebbe in ultima analisi disposto ad accettare. Nel primo caso, il ricorso all'arbitratore non sarebbe idoneo a prevenire la realizzazione di un'operazione inefficiente (i.e. trasferimento del capitale ad un terzo acquirente che valuta la società target, nel suo complesso, *meno* di quanto la stessa sia valutata dagli azionisti che ne possiedono il capitale anteriormente alla cessione); nel secondo caso, l'intervento dell'arbitratore potrebbe inficiare la realizzazione di un'operazione efficiente (i.e. trasferimento del capitale ad un terzo acquirente che valuta la società target, nel suo complesso, *più* di quanto la stessa sia valutata dagli azionisti che ne possiedono il capitale anteriormente alla cessione) <sup>(41)</sup>.

I costi di transazione connessi alla etero-determinazione del FMV producono quindi distorsioni che possono andare sia nel senso di fornire una tutela insufficiente al socio soggetto all'esercizio del *drag along* (il *floor* non previene la realizzazione di un'operazione inefficiente), sia, al contrario, nel senso di fornire allo stesso una tutela eccessiva (il *floor* previene la realizzazione di un'operazione efficiente) <sup>(42)</sup>. Tali distorsioni, espressione della possibile divaricazione tra il valore attribuito al capitale della società dai soci (rispettivamente maggioranza e minoranza) e dall'arbitratore, sono tanto più incisive quanto maggiore è il grado di complessità e discrezionalità del processo valutativo concernente il capitale economico della società *target*.

In conclusione, un contesto nel quale siano basse le opportunità di abuso ed elevati i costi connessi alla determinazione del FMV, potrebbe indurre i soci ad utilizzare un *drag along* privo di *floor* e, di converso, un contesto nel quale siano elevate le opportunità di abuso e relativamente bassi i costi connessi alla determinazione del FMV, potrebbe indurre i soci ad utilizzare un *drag along* temperato dal *floor*; la decisione sui casi intermedi dipende da una valutazione comparata dei rispettivi costi e benefici dei due meccanismi.

---

è basata su elementi di carattere idiosincratico. Ma allora il ricorso all'arbitratore non è, strutturalmente, un meccanismo idoneo a fornire al socio di minoranza la tutela sperata.

<sup>(41)</sup> Naturalmente, successivamente alla determinazione del valore da parte dell'arbitratore, in assenza di costi di transazione, troverebbe applicazione il teorema di Coase: l'acquirente e i soci (maggioranza e minoranza) rinegozierebbero e il corrispettivo sarebbe definito in un valore inferiore al *floor* fissato dall'arbitratore. In assenza di costi di transazione, dunque, non si darebbe il caso in cui la presenza del *floor* al FMV può impedire la realizzazione di un'operazione efficiente. Tuttavia, in presenza di costi di transazione elevati, la contrattazione successiva alla determinazione del FMV può fallire; anzi, va rilevato che la presenza stessa della clausola di *drag along* è espressione della preoccupazione del socio di maggioranza, che teme di soggiacere ad un ostruzionismo opportunistico da parte dell'altro socio al momento della cessione (cfr. il par. 3.3). Pertanto, la presenza del *floor* fissato da un arbitratore terzo indebolisce l'efficacia del *drag along* nell'ovviare a quei problemi di contrattazione che ne ispirano l'adozione.

<sup>(42)</sup> Nella prospettiva, qui rilevante, dell'analisi circa gli elementi che possono indurre i soci a scegliere tra le diverse possibili formulazioni della clausola di *drag along*, ci pare possa essere ragionevolmente sostenuto che, al momento della formulazione della clausola (dunque, in una visione *ex ante*), le parti avranno interesse a selezionare i meccanismi che consentano di massimizzare la plusvalenza attesa della prospettica cessione del 100% del capitale: il criterio di efficienza menzionato nel testo è coerente con tale ipotesi. Sul punto cfr. anche la nota 23 e il relativo testo.

#### 4.3. L'alternativa tra l'inserimento della clausola di *drag along* in statuto o in un patto parasociale.

Anche l'alternativa tra l'inserimento della clausola di *drag along* in statuto o in un patto parasociale si presta ad una comparazione in termini di costi-benefici, in relazione ad autonomi criteri di valutazione.

Laddove, come precedentemente argomentato, l'alternativa tra la presenza e l'assenza del *floor* assume rilievo sul piano fisiologico della definizione dei termini per la negoziazione tra le parti del prezzo di cessione – ed è ispirata in primo luogo all'esigenza di tutela del socio “trascinato” –, l'alternativa in merito alla collocazione della clausola (statuto o patto parasociale) assume rilievo sul piano dei rimedi per la violazione dell'obbligo di cessione della partecipazione da parte del socio “trascinato” – ed è pertanto ispirata in primo luogo all'esigenza di protezione degli interessi del socio che esercita il *drag along*.

Secondo la notissima classificazione dell'analisi economica, i diritti possono essere protetti mediante regole di tutela della proprietà (*property rules*), che forniscono al titolare del diritto strumenti per prevenirne la lesione o riappropriarsi del diritto qualora la lesione sia intervenuta, ovvero mediante regole fondate sul risarcimento del danno originato dalla lesione (*liability rules*)<sup>(43)</sup>. Nel caso della clausola di *drag along*, a nostro avviso, il diritto della maggioranza di “trascinare” la partecipazione della minoranza assume la configurazione di una *property rule*, sia quando la clausola è inserita in statuto sia quando la clausola è inserita in un patto parasociale<sup>(44)</sup>. In caso di inadempimento è previsto, infatti, il rimedio dell'esecuzione in forma specifica: a seguito dell'esercizio del *drag along*, sia esso parasociale o statutario, il socio di maggioranza e/o il terzo acquirente dispongono di rimedi *ex lege* per perfezionare il trasferimento della titolarità della partecipazione (anche attraverso la pronuncia di un provvedimento ex art. 2932 c.c.) ovvero accertare l'intervenuto trasferimento della predetta titolarità, nonché per determinare il conseguimento, da parte del terzo acquirente, della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

Ciononostante, l'inserimento della clausola in statuto, piuttosto che in un patto parasociale, ha probabilmente incidenza sulla rapidità di soddisfazione dell'interesse, del socio di maggioranza, ad ottenere il trasferimento della partecipazione (e della connessa legittimazione all'esercizio dei diritti sociali) al terzo acquirente<sup>(45)</sup>. Si può

---

<sup>(43)</sup> Per una trattazione manualistica delle categorie della *property rule* e della *liability rule*, cfr. R. Cooter, U. Mattei, P.G. Monateri, R. Pardolesi, T. Ulen, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999.

<sup>(44)</sup> Come è noto, in linea generale, nell'ambito del nostro diritto societario, il binomio *property rule* – *liability rule* trova un suggestivo riflesso nella tradizionale distinzione dottrinale tra l'efficacia reale propria delle clausole statutarie e l'efficacia obbligatoria propria delle clausole parasociali. In via di larga approssimazione si può affermare che la tutela reale della clausola statutaria corrisponde ad una *property rule* e l'efficacia obbligatoria del patto parasociale corrisponde ad una *liability rule*: ad esempio, la contrapposizione tra l'invalidità della deliberazione societaria assunta in assenza delle maggioranze previste dallo statuto e il risarcimento del danno applicabile in caso di violazione delle disposizioni di un sindacato di voto che preveda analoghe maggioranze per l'adozione della delibera societaria, è inquadrabile quale contrapposizione tra una *property rule* e una *liability rule*.

<sup>(45)</sup> La previsione, nell'ambito del diritto dei contratti, del rimedio dell'esecuzione in forma specifica costituisce una classica forma di protezione dei diritti mediante la *property rule*.

sostenere, infatti, che, nei due casi, i meccanismi a disposizione del socio di maggioranza per reagire all'eventuale inadempimento del socio "trascinato" sono differenti, purché naturalmente si riconosca al *drag along*, ove inserito in statuto, una efficacia di carattere reale <sup>(46)</sup>.

Sulla base di tale assunto, qualora la clausola di *drag along* sia inserita in statuto, il consiglio di amministrazione della *target* – da immaginarsi come espressione del socio di maggioranza – avrebbe la facoltà di reagire all'eventuale inadempimento della minoranza. In particolare, laddove l'esercizio del *drag along* determini il trasferimento della titolarità della partecipazione in capo al terzo acquirente ma la minoranza si rifiuti di cooperare ai fini del conseguimento – da parte del terzo acquirente – della piena legittimazione relativamente alla partecipazione "trascinata", gli amministratori della *target* avrebbero probabilmente il potere (il dovere?) di precludere alla minoranza (che ha ormai perso la titolarità della partecipazione) l'esercizio dei diritti sociali <sup>(47)</sup>.

Pertanto – anche se il punto andrebbe approfondito ben oltre i rapidi cenni consentiti dallo spazio del presente lavoro – si può rilevare che la clausola statutaria, se non risolve del tutto, nella prospettiva del socio di maggioranza, le difficoltà legate all'eventuale inadempimento del socio di minoranza, indebolisce il potere di interdizione della minoranza stessa, riducendo i benefici derivanti da condotte ostruzionistiche.

Ove invece la clausola di *drag along* sia inserita in un patto parasociale, la soddisfazione dell'interesse del socio che esercita il *drag along* non può essere mediata dall'intervento del consiglio di amministrazione – che non dispone di poteri per dare attuazione alle disposizioni contenute nel patto ed è pertanto,

---

Tuttavia il carattere "reale" della protezione tramite la *property rule* ha il valore di aspirazione, in quanto si deve tenere conto delle imperfezioni insite nei meccanismi di tutela giurisdizionale, con particolare riferimento all'eventualità che la sentenza neghi, scorrettamente tutela, al titolare del diritto. Pertanto, si apre il campo alla ricerca delle configurazioni della *property rule* idonee a rafforzare la tutela, avvicinandola all'ideale di efficienza. Cfr. I. Ayres – G. Klass, *Insincere Promises, The Law of Misrepresented Intent*, New Haven – London, 2005, 70 s..

<sup>(46)</sup> Autorevole dottrina dubita che alla clausola di riscatto, se pure inserita in statuto, possa attribuirsi efficacia reale, considerata l'estraneità delle nozioni di diritto ed obbligo allo statuto organizzativo della società. Cfr. C. Angelici, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol 2\*, Torino, 1991, 208.

<sup>(47)</sup> Gli amministratori sarebbero disincentivati, nell'assumere tale iniziativa, dalla preoccupazione di fronteggiare il rischio di un'azione di responsabilità, ex art. 2395 c.c., da parte del socio di minoranza. Il socio di maggioranza può ovviare a tale problema offrendo agli amministratori una manleva rispetto a possibili contestazioni. Tra l'altro i presupposti per l'esercizio del *drag along* sono tipicamente di facile accertamento (presentazione di un'offerta di acquisto sul 100% del capitale da parte del terzo acquirente), fatta salva ovviamente la necessità che il corrispettivo sia almeno pari al *floor* (ove previsto). Anche questo elemento di complicazione però viene risolto, e messo sostanzialmente al riparo da contestazioni (cfr. quanto rilevato in merito al par. 4.2), una volta che sia intervenuta la determinazione dell'arbitratore. I rischi di successo di una contestazione nei confronti dell'operato degli amministratori che diano esecuzione al disposto del *drag along* devono quindi, normalmente, ritenersi limitati.

necessariamente, soggetta al decorso dei tempi necessari per la conclusione del procedimento civile <sup>(48)</sup>.

Per quanto entrambi i meccanismi sopra esaminati scontino costi di transazione ed elementi di imperfezione, ci pare quindi che l'utilizzo della clausola statutaria presenti dei vantaggi per il socio di maggioranza, quando quest'ultimo abbia la necessità di impostare una procedura per la dismissione della partecipazione quanto più possibile rapida ed efficiente (i.e. quanto meno possibile soggetta ad opportunismo del socio di minoranza): si pensi ancora al caso dell'operatore del *private equity* che è obbligato a completare la liquidazione degli investimenti entro l'orizzonte temporale prefissato dal regolamento dei fondi gestiti. Per un soggetto sottoposto a tali vincoli strutturali, l'idoneità della clausola statutaria nel diminuire il rischio che, al momento dell'uscita dall'investimento, i soci di minoranza agiscano in modo ostruzionistico, costituisce presumibilmente un valore; tale valore è tanto maggiore quanto più elevato è il rischio di una divergenza di valutazione, rispetto al prezzo, tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza al momento dell'esercizio del *drag along*. Tra i vari casi ipotizzabili, proprio quello in cui l'acquisizione del capitale di una società è effettuato, secondo la struttura tipica delle operazioni di *private equity*, da un investitore finanziario – che acquisisce il controllo – e dai principali manager della società stessa – che co-investono in una posizione di minoranza –, si presta all'insorgere di divergenze al momento dell'uscita.

Abbiamo discusso sin qui dell'esigenza dell'azionista di maggioranza di contrastare comportamenti opportunistici dell'azionista di minoranza; l'equilibrio delle scelte contrattuali nasce dal contemperamento di tale esigenza con quella, ad essa simmetrica, dell'azionista di minoranza di contrastare comportamenti opportunistici (abusivi) dell'azionista di maggioranza. In quest'ottica, in aggiunta al tema dei possibili abusi dell'azionista di maggioranza già preso in esame nel par. 3.4, va considerata ora una dimensione addizionale (che segue, dal punto di vista logico, quella discussa in precedenza): gli abusi che qui interessa analizzare sono quelli connessi alle valutazioni richieste dall'applicazione della clausola di *drag along*.

L'attribuzione di poteri statuari al consiglio di amministrazione determina una posizione di soggezione, dell'azionista di minoranza, che quest'ultimo sarà tanto meno propenso ad accettare – considerato il legame strutturale di dipendenza degli amministratori dall'azionista di maggioranza – quanto maggiore sia il grado di discrezionalità applicativa insito nella concreta configurazione del *drag along*. Ciò per la ragione che gli elementi di discrezionalità nel funzionamento della clausola sono tipicamente connessi all'introduzione di presupposti particolari, dell'esercizio del *drag along*, previsti proprio al fine di tutelare l'azionista di minoranza rispetto ad ipotesi di abuso: gli amministratori non sono normalmente i soggetti adatti per governare tale tutela.

Formuliamo di seguito alcuni esempi concreti per meglio chiarire il punto.

La presenza del *floor*, già ampiamente discussa, determina un forte elemento di discrezionalità nel *drag along* statutario. La procedura definita dal codice stabilisce,

---

<sup>(48)</sup> Salvo ovviamente che gli accordi tra i soci prevedano meccanismi di tutela reali, quale l'intestazione della partecipazione ad un fiduciario cui siano attribuite istruzioni irrevocabili a disporre il trasferimento della partecipazione al verificarsi dei presupposti del *drag along*.

infatti, che il prezzo per la liquidazione del valore della partecipazione del socio “trascinato” sia determinato (fatto salvo il ricorso all’arbitratore) proprio dal consiglio di amministrazione; di conseguenza, l’organo gestionale ha la possibilità di fare uso della discrezionalità immanente nel processo di valutazione in senso pregiudizievole all’azionista di minoranza, condizionando – in una situazione di asimmetria informativa – la successiva decisione dell’arbitratore <sup>(49)</sup>.

Ulteriori profili che implicano una valutazione, ove aggiunti al contenuto clausola di *drag along*, sono idonei ad incrementare il grado di discrezionalità del consiglio di amministrazione. Per proporre qualche esempio aggiuntivo potremmo citare il requisito che l’offerta per il 100% del capitale sia effettuata da un terzo in “buona fede” e che quest’ultimo non sia una “parte correlata” all’azionista di maggioranza, nonché il requisito che l’offerta del terzo abbia il carattere di offerta “vincolante”, soggetta soltanto ad accettazione da parte del venditore e eventualmente a circoscritte condizioni (quali l’autorizzazione antitrust).

La presenza di elementi di discrezionalità nell’applicazione della clausola di *drag along*, per quanto di per sé volti ad arricchire i presupposti di esercizio del diritto dell’azionista di maggioranza così tutelando l’azionista di minoranza, determina pertanto un incremento dei costi di delega derivanti dall’intervento nel processo del consiglio di amministrazione <sup>(50)</sup>.

Anche sotto il profilo qui considerato, dunque, è possibile tracciare i termini di un bilanciamento di interessi: qualora sia forte, da una parte, l’esigenza dell’azionista di maggioranza di usufruire di una procedura di *exit* rapida ed efficiente e, dall’altra parte, il rischio di abuso della discrezionalità insita nella clausola di *drag along* sia relativamente basso, i soci preferiranno introdurre il *drag along* in statuto; di converso, qualora l’*exit* non costituisca un momento centrale ed ineliminabile dell’investimento dell’azionista di maggioranza e, dall’altra parte, il rischio di abuso della discrezionalità insita nella clausola di *drag along* sia relativamente elevato, i soci preferiranno introdurre il *drag along* in un patto parasociale; anche in questo

---

<sup>(49)</sup> La mera presenza del *floor*, peraltro, può risolversi in un’ampia discrezionalità valutativa o accompagnarsi alla specificazione dei criteri che devono guidare la determinazione del prezzo: nel secondo caso sarà evidentemente meno forte il rischio di una strumentalizzazione del processo valutativo da parte del consiglio di amministrazione.

<sup>(50)</sup> Si utilizza l’espressione “costi di delega” per indicare quelli che, nella terminologia anglosassone dell’analisi economica del diritto, sono denominati *agency costs*. Accanto alla discrezionalità nell’applicazione della clausola di *drag along*, ulteriori fattori che indice sull’entità dei costi di delega sono la composizione del consiglio di amministrazione e il nesso di dipendenza dello stesso con l’azionista di maggioranza. Considerato che l’analisi qui condotta ha ad oggetto le società a base azionaria ristretta, non si deve immaginare, quale regola, la presenza di amministratori indipendenti, mentre qualsiasi considerazione realistica non può prescindere dall’assumere che il consiglio di amministrazione rifletta, in una certa misura, le istanze dell’azionista di maggioranza; ciononostante il carattere omogeneo o pluralistico del consiglio di amministrazione (si pensi al caso in cui le minoranze siano rappresentate grazie alla presenza del voto di lista) e il livello professionale e le caratteristiche personali dei suoi componenti, sono elementi idonei ad incidere sulla disponibilità dell’organo gestionale nel prestarsi a collaborare con azioni abusive orchestrate dall’azionista di maggioranza.

Analoghe considerazioni possono essere formulate con riferimento alle caratteristiche azionista di maggioranza: è il disallineamento tra l’interesse dell’azionista di maggioranza e quello dell’azionista di minoranza che costituisce la fonte originaria degli *agency costs* qui considerati, veicolati per il tramite dell’operato del consiglio di amministrazione. In altre parole, il ragionamento formulato da ultimo nel testo è collegato con quello svolto al paragrafo 4.2.

caso, infine, la decisione sui casi intermedi dipende da una valutazione comparata dei rispettivi costi e benefici delle due alternative prospettabili.

#### 4.4. La decisione dei soci a fronte dell'obbligatorietà del *floor*.

La discussione dei precedenti paragrafi 4.2 e 4.3, consente di dare un contenuto più articolato alla tabella illustrativa delle possibili configurazioni della clausola di *drag along*, introducendo gli elementi di una comparazione costi-benefici.

<b>DRAG ALONG</b>		
	<b>Collocazione in statuto</b>	<b>Collocazione nel patto parasociale</b>
<b><u>Floor al FMV</u></b>	<b><u>Assetto A:</u></b> (i) Elevate opportunità di abuso per l'azionista di maggioranza; bassi costi di determinazione del FMV (cfr. par. 4.2); (ii) Forte interesse dell'azionista di maggioranza ad una procedura di vendita rapida ed efficiente; limitata discrezionalità del CdA nell'applicazione della clausola (cfr. par. 4.3).	<b><u>Assetto B:</u></b> (i) Elevate opportunità di abuso per l'azionista di maggioranza; bassi costi di determinazione del FMV (cfr. par. 4.2); (ii) Limitato interesse dell'azionista di maggioranza ad una procedura di vendita rapida ed efficiente; elevata discrezionalità del CdA nell'applicazione della clausola (cfr. par. 4.3).
<b><u>Assenza di floor</u></b>	<b><u>Assetto C:</u></b> (i) Basse opportunità di abuso per l'azionista di maggioranza; elevati costi di determinazione del FMV (cfr. par. 4.2); (ii) Forte interesse dell'azionista di maggioranza ad una procedura di vendita rapida ed efficiente; limitata discrezionalità del CdA nell'applicazione della clausola (cfr. par. 4.3).	<b><u>Assetto D:</u></b> (i) Basse opportunità di abuso per l'azionista di maggioranza; elevati costi di determinazione del FMV (cfr. par. 4.2); (ii) Limitato interesse dell'azionista di maggioranza ad una procedura di vendita rapida ed efficiente; elevata discrezionalità del CdA nell'applicazione della clausola (cfr. par. 4.3).

Il punto che abbiamo tentato di argomentare è sintetizzato nella tabella illustrativa degli interessi in comparazione. Le particolari circostanze di fatto sottese al negoziato tra i soci sulla configurazione della clausola di *drag along* sono idonee a determinare quattro diversi assetti contrattuali, tutti plausibili e razionalizzabili: *drag along* in statuto, con *floor* al FMV (Assetto A); *drag along* in un patto parasociale, con *floor* al FMV (Assetto B); *drag along* in statuto, senza previsione di *floor* (Assetto C); *drag along* in un patto parasociale, senza previsione di *floor* (Assetto D). La scelta sulla configurazione della clausola risponde ad una complessa ponderazione di interessi che abbiamo ritenuto opportuno scomporre nei due profili decisionali rilevanti: *floor* - assenza di *floor*; statuto - patto parasociale.

Lo schema così articolato consente di valutare le conseguenze, sull'equilibrio negoziale tra i soci, della norma imperativa – discussa nel presente lavoro – che imponga la previsione di un *floor* in caso di inserimento della clausola di *drag along* in statuto.

Tale norma imperativa interferirebbe, evidentemente, con la scelta dei soci che, se lasciati liberi di contrattare, avrebbero preferito l'Assetto C (*drag along* in statuto

senza previsione di *floor*), precludendone l'utilizzo. Si ricorda che la preferenza per l'inserimento del *drag along* in statuto senza previsione di *floor* implica che, secondo il giudizio dei soci (assumendo che tale giudizio sia formulato razionalmente): (i) i costi del *floor* sono superiori ai benefici; e (ii) i benefici dell'applicazione della disciplina statutaria per la maggioranza sono superiori ai costi per la minoranza. A tale proposito, non ha senso immaginare semplicemente che i soci che avrebbero preferito l'Assetto C convengano di inserire comunque il *drag along* in statuto, accettando l'imposizione del *floor*. Il ragionamento è, infatti, più complesso: qualora i benefici derivanti dall'inserimento della clausola in statuto prevalgano sui costi del *floor*, i soci propenderanno per la soluzione statutaria (Assetto A); qualora invece i costi del *floor* siano superiori ai benefici derivanti dall'inserimento della clausola in statuto, i soci propenderanno per l'utilizzo del patto parasociale, in modo da evitare di incorrere nell'obbligo del *floor* (Assetto D).

Due osservazioni meritano quindi di essere formulate. La prima è che, assumendo che i soci siano in grado di valutare razionalmente le implicazioni della configurazione del *drag along*, entrambe le alternative possibili in presenza della norma imperativa sono, per definizione, sub-ottimali per i soci che, se lasciati liberi di contrattare, avrebbero optato per l'Assetto C. La seconda è che – anche assumendo che l'azionista di minoranza sottovaluti sistematicamente i costi della clausola di *drag along* e debba, quindi, essere protetto con una norma imperativa contro il rischio di abusi da parte dell'azionista di maggioranza –, qualora rimanga aperta a quest'ultimo la possibilità di evitare l'imposizione del *floor* proponendo l'uso del patto parasociale, la presenza in concreto della disciplina protettiva dell'azionista di minoranza (il *floor*) è affidata alla circostanza, del tutto accidentale, che l'azionista di maggioranza preferisca comunque il ricorso allo statuto (avendo ponderato i relativi costi e benefici dell'Assetto A e dell'Assetto D).

## **5. Conclusioni**

Sulla scorta di una massima emanata dal Consiglio Notarile di Milano, il Tribunale di Milano ha recentemente affermato che la validità delle clausole c.d. di *drag along* inserite negli statuti di società per azioni è condizionata alla presenza di un meccanismo di equa valorizzazione della partecipazione del socio di minoranza "trascinato", che gli assicuri la percezione di un prezzo almeno pari al *fair market value* della partecipazione medesima.

Tale affermazione è motivata sostanzialmente tramite l'inquadramento del *drag along* nell'ambito dell'istituto del riscatto di azioni, oggi espressamente consentito dall'ordinamento. A partire da tale inquadramento, la necessaria presenza di un *floor* al *fair market value* è affermata sia sulla base di un argomento letterale – il richiamo alla regola di equa valorizzazione della partecipazione contenuto nella norma sulla liquidazione della partecipazione in caso di recesso –, sia sulla base di un argomento di ordine sistematico: la norma sull'equa valorizzazione nel recesso, richiamata dalla norma sul riscatto, sarebbe espressione di un principio generale che imporrebbe una equa valorizzazione della partecipazione ogni qualvolta il socio sia obbligato a dismetterla per iniziativa di altri soggetti.

Nessuno dei due argomenti ci è parso convincente. Il richiamo alla disposizione in materia di valutazione della partecipazione del socio recedente non può essere

sicuramente interpretato, su un piano letterale, come un richiamo *anche* al carattere imperativo della disciplina. Soprattutto in presenza di un diritto societario – quello post-riforma – che ha nell'autonomia contrattuale uno dei suoi criteri direttivi (espresso nella legge di delega), questa conclusione non può essere semplicemente affermata, ma richiede di essere dimostrata. La lettera della legge non è decisiva, sul punto.

Per verificare la tenuta dell'argomento sistematico, occorre procedere alla ricostruzione degli interessi in gioco e quindi della funzione della clausola di *drag along* in relazione agli istituti del riscatto e del recesso. Il punto di vista è, in tutti i casi, quello del socio di minoranza, cioè il soggetto del quale si vuole assicurare la tutela. Da questo punto di vista, ci sembra che l'inquadramento, non meglio qualificato, del *drag along* nella più ampia categoria del riscatto azionario <sup>(51)</sup>, così come l'analogia istituita con il recesso, non resistano ad una considerazione analitica dell'assetto degli interessi.

Sia il recesso, sia il riscatto, possono essere concettualizzati come strumenti che tendono a risolvere conflitti distributivi tra i soci nell'esecuzione del contratto sociale che, a causa della incompletezza intrinseca del contratto, non possono essere regolati dalle parti una volta per tutte *ex ante*. Il recesso costituisce una tutela del socio di minoranza di fronte a comportamenti opportunistici della maggioranza nell'assunzione di decisioni di rilievo sociale, ed in questo senso costituisce sicuramente un temperamento del principio maggioritario. La clausola di riscatto – a parte il caso del “riscatto / *drag along*” – mira anch'essa alla soluzione di problemi distributivi, costituendo un temperamento rispetto alla possibilità della minoranza (sia la sua origine legislativa o contrattuale) di esprimere un veto nei confronti di decisioni della maggioranza relative all'esecuzione del contratto sociale.

In entrambi i casi, l'imposizione di un *floor* alla valutazione della partecipazione del socio di minoranza appare necessaria per garantire la funzionalità stessa del meccanismo: in assenza del *floor*, lo strumento a disposizione della minoranza per bloccare decisioni opportunistiche della maggioranza – il recesso in un caso, il veto nell'altro – sarebbe reso sostanzialmente inefficace.

La clausola di *drag along* non mira a risolvere un conflitto distributivo. La sua funzione, in una prospettiva *ex ante*, è quella di consentire una vendita massimizzante della società in situazioni nelle quali esiste un rischio di *hold up* della minoranza, vale a dire il rischio che la minoranza si opponga ad una vendita massimizzante per ragioni opportunistiche. La clausola, da questo punto di vista, è diretta a correggere un costo transattivo impedendo alla parte opportunistica di rinegoziare la sua posizione contrattuale *ex post*.

Anche al momento dell'azionamento della clausola, non esiste un conflitto distributivo tra i soci: entrambi i soci hanno il medesimo interesse, ovvero vendere la partecipazione. Il conflitto non riguarda la decisione di vendere – rispetto alla quale i

---

<sup>(51)</sup> Come già detto, il *drag along* ricade in un'accezione ampia della categoria del riscatto. Quello che preme precisare è che la funzione del riscatto / *drag along* e quella della clausola di riscatto come strumento di sblocco di un veto della minoranza, sono completamente diverse. Da un punto di vista sostanziale, è quindi sensato distinguerle, a prescindere dalla possibilità di raggrupparle sotto un'unica categoria.

soci non sono parti contrapposte – ma semmai il prezzo. A questo proposito bisogna innanzitutto osservare che il meccanismo di formazione del prezzo tipico della clausola di *drag along* non è intrinsecamente arbitrario né, in linea di principio, più incerto o più soggetto alla possibilità di errore rispetto alla valutazione basata sul *fair market value*. Infatti, nel *drag along* il prezzo deriva dall'incontro tra l'offerta proveniente da un terzo e la valutazione effettuata dalla maggioranza rispetto a quell'offerta: si tratta, dunque, di un prezzo che corrisponde alla valutazione del mercato sul valore della società e anche alla valutazione del socio di maggioranza, presumibilmente collocato in una posizione ottimale dal punto di vista dell'accesso alle informazioni rilevanti. Nel caso del *fair market value*, la determinazione del valore della partecipazione deriva invece anzitutto da una valutazione degli amministratori, che come si è dimostrato presenta ampi margini di discrezionalità e da un'eventuale ulteriore valutazione da parte di un arbitratore. Non ci pare esistere alcuna ragione di principio per stabilire che il secondo metodo di valutazione sia più certo o meno soggetto ad errore del primo.

Ciò detto, dato l'assetto degli interessi in gioco, è chiaro che il possibile conflitto tra i soci in relazione all'adeguatezza del prezzo offerto dal terzo non è fisiologico, come nel caso del recesso e del riscatto, ma è patologico: si manifesta, cioè, nelle ipotesi eccezionali in cui la maggioranza potrebbe essere indotta ad accettare un prezzo inferiore al valore della partecipazione. Abbiamo ritenuto che ciò possa avvenire sostanzialmente in tre casi: errore di valutazione, *shock* di liquidità e abuso. Di questi, ci sembra che il più rilevante sia quello citato per ultimo, nel quale una maggioranza opportunistica accetti un prezzo inferiore al valore della partecipazione a fronte di benefici collaterali ricevuti dal terzo. Il punto è se, di fronte a tale rischio, l'imposizione *ex lege* di un *floor* al *fair market value* sia soluzione più efficiente rispetto a quella di lasciar scegliere alle parti se inserire oppure no tale tutela.

La nostra analisi cerca di ricostruire le alternative ipoteticamente disponibili alle parti al momento della contrattazione e gli incentivi delle stesse a scegliere l'una oppure l'altra. In particolare, due ci sembrano i piani di scelta: *drag along* senza *floor* / *drag along* con *floor* al FMV; *drag along* statutario / *drag along* parasociale. Sotto entrambi i profili, la nostra analisi ci porta a concludere che la scelta tra l'una e l'altra alternativa dipende da un'analisi costi/benefici fortemente determinata dalle condizioni di fatto nel caso specifico, il che sembra sconsigliare un intervento imperativo *ex ante* del legislatore nel senso di imporre senz'altro il meccanismo del *floor*. Se poi, come sembrerebbe suggerire l'interpretazione qui criticata, il meccanismo del *floor* si ritenesse necessario solo per la validità della clausola statutaria ma non per quella della clausola parasociale – opinione comunque non condivisibile dati gli argomenti a sostegno della tesi criticata, secondo noi –, l'imposizione del *floor* potrebbe comunque essere aggirata inserendo la clausola in un patto parasociale.

Da ultimo, due considerazioni sul provvedimento del Tribunale di Milano da cui questo lavoro trae spunto. La prima è che, dalla lettura dell'ordinanza, sembrerebbe emergere che il caso sottoposto al giudice fosse in effetti un caso di abuso da parte della maggioranza "trascinante". Se così è, in effetti il giudice avrebbe represso un caso di abuso assicurando la giustizia del caso concreto, appoggiandosi ad una precedente interpretazione cristallizzata in una massima notarile. Il fatto interessante dal punto di vista della modalità di formazione del diritto ci sembra la circostanza che,

in presenza di una interpretazione in qualche modo “ufficiale” del dato normativo, per quanto ovviamente non vincolante per il giudice, questo utilizzi tale interpretazione per sanzionare l’abuso, in luogo di quella più naturale rappresentata dagli strumenti generali del diritto dei contratti e in particolare dall’art. 1375 c.c..

La seconda considerazione, incidentale nel corso di questo lavoro ma rilevante, attiene all’effetto di una declaratoria di nullità sull’assetto degli interessi delle parti nel contratto. La sanzione della nullità, infatti, ha l’effetto – pacifico – di attribuire gratuitamente *ex post* alla minoranza un vantaggio che *ex ante* la minoranza avrebbe potuto ragionevolmente ottenere soltanto pagando un prezzo in termini monetari o di altre tutele. L’equilibrio negoziale tra le parti rischia di essere scardinato *ex post* con il possibile effetto, almeno nei casi in cui il contratto è tra parti sofisticate, di consentire in realtà ad una parte di svincolarsi da una pattuizione contrattuale non più gradita. Se il problema è quello dell’abuso, anche in questa ottica un rimedio di tipo risarcitorio appare preferibile.