

Carlo Felice Giampaolino

---

**CLAUSOLA DI CO-VENDITA  
(DRAG-ALONG) ED "EQUA"  
VALORIZZAZIONE DELL'AZIONE**

---

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

**LODO ARBITRALE**

29 luglio 2008

Arbitro Unico PROF. MAZZONI

**[8004/12] Società - Processo societario - Clausola arbitrale - Intervento del terzo - Domanda risarcitoria proposta dal terzo.**

(D.lgs. 17 gennaio 2005, n. 5, art. 35, comma 2°; codice di procedura civile, art. 105)

**[8004/12] Società - Interpretazione dello statuto - Intenzione dei contraenti - Interpretazione di buona fede.**

(Codice civile, artt. 1362, 1366, 2247)

**[7968/12] Società per azioni - Azioni - Clausola statutaria c.d. di covendita - Validità - Non assimilabilità alla clausola di riscatto.**

(Codice civile, artt. 2348, 2355, 2355-bis, 2437-ter, 2437-sexies)

**[7968/12] Società per azioni - Azioni - Clausola statutaria c.d. di covendita - Exceptio doli - Ammissibilità.**

(Codice civile, artt. 1175, 1375, 1993)

**[7968/12] Società per azioni - Azioni - Clausola statutaria c.d. di covendita - Obblighi del titolare del diritto di contrattare anche nell'interesse dell'altro socio.**

(Codice civile, artt. 1710, 2355, 2355-bis)

**[7968/12] Società per azioni - Azioni - Clausola statutaria c.d. di covendita - Eccezione di inadempimento da parte del socio obbligato.**

(Codice civile, artt. 1460, 2355, 2355-bis)

**[7968/12] Società per azioni - Azioni - Clausola di prelazione - Diritto di conoscere l'identità del terzo acquirente.**

(Codice civile, artt. 2355, 2355-bis)

*L'art. 35, comma 2°, d.lgs. n. 5/2003, legittima qualunque tipologia di intervento e dunque anche l'intervento volto a far valere domande autonome o litisconsortili, purché le domande rientrino nell'area della clausola arbitrale societaria, con la conseguenza che la domanda risarcitoria proposta dal terzo interveniente per inadempimento del socio, obbligatosi a vendere con l'altro socio, rientra nella competenza arbitrale se l'arbitro è competente a conoscere la controversia tra soci relativa alla circolazione delle azioni (1).*

*Con riferimento allo statuto di una società per azioni "chiusa" l'interpretazione è soggetta ai criteri ermeneutici degli artt. 1362 ss. c.c., con preminenza della comune intenzione soggettiva, integrato in caso di mutamento della compagine sociale dal principio di buona fede oggettiva (2).*

*La clausola di co-vendita (c.d. drag along, in base alla quale il socio ha il diritto di procurare la vendita al terzo delle azioni dell'altro socio) i) non viola il principio di eguaglianza delle azioni appartenenti alla stessa categoria; ii) non è assimilabile al diritto di riscatto e non deve pertanto assicurare ex ante la certezza di una valutazione*

*equa o non inferiore a quella garantita dalla norma sulla liquidazione delle azioni dei recedenti* (3).

*L'exceptio doli generalis seu praesentis è idonea a determinare il non accoglimento della domanda del socio che esercita il diritto di co-vendita ma il comportamento doloso non può essere desunto da un contesto di dissidio tra i soci* (4).

*Il socio che intende esercitare il diritto di co-vendita ha un obbligo fiduciario nei confronti dell'altro socio, l'obbligo di far quantificare in denaro l'offerta e di non contrattare condizioni di proprio esclusivo vantaggio come la rinuncia alle azioni di responsabilità, che non sono verosimilmente richieste dal terzo acquirente* (5).

*Il socio che intende esercitare il diritto di co-vendita, in caso di violazione dei propri obblighi verso il socio obbligato, subisce l'eccezione di inadempimento con la conseguenza che il socio obbligato non è tenuto a dare esecuzione all'obbligo di trasferimento ad un terzo* (6).

*Il socio che riceve la denuntiatio e che è titolare di un diritto di prelazione ha diritto di conoscere l'identità del soggetto che formula l'offerta* (7).

**PREMESSE DI FATTO E SVOLGIMENTO DEL PROCEDIMENTO** — Il contesto fattuale in cui si inserisce la presente controversia è il conflitto insorto tra il socio di maggioranza e il socio di minoranza della società T. s.p.a. (nel prosieguo, "T." o la "Società"), a seguito dell'esercizio da parte del socio di maggioranza I. (nel prosieguo "I."), titolare del 60% del capitale sociale di T., del diritto di co-vendita previsto dall'art. 11.4 dello Statuto; diritto che I. ha esercitato dopo aver ricevuta, in data 15 novembre 2007, una proposta irrevocabile di acquisto di tutte le azioni ordinarie rappresentative dell'intero capitale sociale di T. (nel prosieguo, la "Proposta Irrevocabile"), da parte di D.F. (nel prosieguo "DF"), la quale dichiarava di agire per sé o per altro soggetto che si riservava di nominare ai sensi dell'art. 1401 cod. civ.. In particolare, la presente controversia, come più analiticamente sarà esposto *infra*, ha preso l'avvio dalla comunicazione inviata, con lettera del 15 novembre 2007 (nel prosieguo, la "Comunicazione"), da I. al socio di minoranza A.B.P.I. s.p.a. (nel prosieguo, "AB"), titolare del 40% del capitale sociale di T., nella quale I., per un verso, dichiarava di aver ricevuto ed accettato la Proposta Irrevocabile, allegandone copia alla Comunicazione, per altro verso, invitava AB ad esercitare, entro quindici giorni dal ricevimento della Comunicazione, a pena di decadenza, il diritto di prelazione ad essa spettante ai sensi dello Statuto e, per l'effetto, ad acquistare la partecipazione detenuta da I. alle medesime condizioni e al medesimo prezzo offerti da DF. Nella Comunicazione, I. avvertiva, peraltro, AB che, in difetto di esercizio del diritto di prelazione, la partecipazione di minoranza di AB (nel prosieguo, La "Partecipazione di Minoranza") sarebbe stata venduta a DF insieme alla partecipazione di maggioranza di I (la "Partecipazione di Maggioranza"), ai sensi dell'art. 11.4 dello Statuto, con conseguente obbligo in capo ad Ala di dar corso a tutti gli adempimenti che le fossero stati richiesti al fine di consentire la co-vendita di entrambe le partecipazioni a DF. Posteriormente alla ricezione della Comunicazione, AB non esercitava il diritto di prelazione ma, con tre atti di diffida notificati in data 30 novembre 2007, rispettivamente ad I., a DF e a T., (i) contestava l'inidoneità della Comunicazione a costituire valida *denuntiatio* ai sensi dello Statuto, in virtù dell'indeterminatezza del terzo offerente e della presenza, nella Proposta Irrevocabile, di condizioni ultronee rispetto al normale contenuto di un'offerta contrattuale diretta all'acqui-

sizione di azioni, (ii) eccepiva la nullità della clausola di co-vendita di cui all'art. 11.4 dello Statuto, per contrasto con norme inderogabili dell'ordinamento italiano e, infine, (iii) formulava *exceptio doli generalis seu praesentis*, ravvisando nella Comunicazione di I. un esercizio abusivo delle norme statutarie ed una grave violazione del contratto sociale, delle norme dettate in materia societaria e dei principi di buona fede nell'esecuzione del contratto, posta in essere con la complicità di DF. Sulla base di tali eccezioni. AB, per un verso, diffidava I. dall'esercitare il diritto di vendita — e DF dal rendersi acquirente — oltre che della Partecipazione di Maggioranza anche della Partecipazione di Minoranza, per altro verso, diffidava T. dall'eseguire trascrizioni sul libro soci che fossero richieste da I. e/o DF, relativamente ad operazioni di trasferimento o di costituzione di vincoli o pegni sulle azioni di AB.

Sempre in data 30 novembre 2007, AB promuoveva, inoltre, ricorso ai sensi dell'art. 700 c.p.c. innanzi al Tribunale di Milano, ponendo a fondamento delle proprie domande le medesime doglianze già contenute nelle diffide notificate in pari data. Con provvedimento *inaudita altera parte* del 5 dicembre 2007, il Tribunale di Milano, in persona del Giudice Unico, Dott.ssa Francesca Fieconi, in accoglimento del ricorso promosso da AB, inibiva a I. di impegnare la partecipazione azionaria di AB con ogni ulteriore effetto ed a T. di trascrivere nei libri sociali operazioni di trasferimento, pegni o vincoli sulle azioni di AB richiesti da I. o da DF o da soggetti da quest'ultima nominati. L'inibitoria nei confronti di I. e di T. veniva successivamente confermata con ordinanza del 7 gennaio 2008, sebbene, con tale provvedimento, il Giudice Unico abbia, sia pure *incidenter tantum*, affermato la validità della clausola statutaria di co-vendita, diversamente da quanto sostenuto con il precedente decreto del 5 dicembre 2007. Avverso detto provvedimento pende attualmente il procedimento di reclamo, la cui udienza di discussione è stata differita, su accordo di tutte le parti, ivi comprese AB e DF, al 18 settembre 2008.

Successivamente all'emanazione dei suddetti provvedimenti giudiziali, precisamente in data 21 gennaio 2008, AB formulava, inoltre, nei confronti di I. una proposta irrevocabile (nel prosieguo, la "Proposta AB") avente ad oggetto l'acquisto della Partecipazione di Maggioranza, allo stesso prezzo, *pro quota*, e alle stesse condizioni contenute nella Proposta Irrevocabile, fatta eccezione per le manleve agli amministratori, ai sindaci e al direttore generale di T., nonché per alcune previsioni inerenti alla gestione di T. nel periodo interinale, contenute nella Proposta Irrevocabile, ma non nella Proposta AB.

Infine, nelle more del presente procedimento arbitrale, in data 5 febbraio 2008, DF depositava innanzi al Tribunale di Milano ricorso per chiedere il sequestro giudiziario di tutte le azioni di T. intestate ad AB. Detto procedimento, nel quale I. spiegava intervento *ad adiuvandum*, si concludeva con una ordinanza di rigetto, pronunciata dal Tribunale di Milano, in persona del Giudice Unico, Dott.ssa Alessandra Dal Moro in data 31 marzo 2008, nella quale veniva dichiarata la nullità della clausola statutaria di co-vendita di cui all'art. 11.4 dello Statuto.

La materia del contendere in questa complessa lite verte, dunque, principalmente su un triplice ordine di questioni:

- 1) se la clausola di co-vendita di cui all'art. 11.4 dello Statuto sia valida ed efficace alla luce della disciplina delle società per azioni ovvero in base ad altre norme applicabili;

- 2) se la Comunicazione di I. costituisca valida *denuntiatio*, ai sensi dello

Statuto e delle norme applicabili, idonea a far decorrere il termine per l'esercizio del diritto di prelazione da parte di AB;

3) infine, in caso di risposta affermativa ai primi due quesiti, se la Comunicazione di I. e la Proposta Irrevocabile siano opponibili ad AB, anche in relazione alla *exceptio doli generalis seu praesentis* da quest'ultima sollevata. (*Omissis*).

MOTIVI DELLA DECISIONE — a) *Sulla ammissibilità delle domande svolte da parte interveniente, aventi natura di intervento autonomo o litisconsortile.*

Il primo tema da affrontare è lo scioglimento della riserva in punto di competenza dell'Arbitro Unico a decidere su alcune delle domande avanzate dall'interveniente DF.

Specificamente, il riferimento è alle domande con le quali DF chiede, in primo luogo, la condanna di AB al pagamento di una penale (nella misura massima di Euro 3.000.000) prevista dalla Proposta Irrevocabile, nonché, in secondo luogo, la condanna, sempre di AB, al risarcimento dei danni ulteriori (stante l'asserito perdurare dell'inadempimento al di là dei 30 giorni coperti dalla clausola penale).

Conviene premettere che queste domande sono "a valle" di altre domande di DF (e delle parte attrice), su cui è pacifica tra tutte le parti la competenza dell'Arbitro Unico.

La stessa AB, infatti, non contesta la competenza arbitrale a decidere sul punto se DF, per effetto della clausola di *drag-along* e dell'accettazione da parte di I. della Proposta Irrevocabile, abbia o non abbia già acquistato lo status di azionista di T. s.p.a. ovvero abbia o non abbia già acquistato in via obbligatoria il diritto a divenirne grazie ad un provvedimento ex art. 2932 c.c..

Dalla constatazione della pacifica competenza arbitrale a decidere le questioni "a monte" (in punto di effetto traslativo e/o di diritto a ottenerlo ex art. 2932 c.c.) si ricava un primo argomento di opportunità: sarebbe, cioè, coerente con i principi di economia processuale e diminuirebbe il rischio di incoerenze o scollamenti tra decisioni dell'Arbitro Unico e potenziali future decisioni dell'A.G. o ritenere che in capo al primo si concentrino tanto le domande "a monte" sulla asserita sussistenza del diritto, quanto quelle "a valle" sul risarcimento dei danni conseguenti l'asserita lesione del diritto medesimo.

L'argomento *ab inconvenienti* non è, tuttavia, decisivo.

Preliminarmente, invero, occorre sciogliere un nodo previo ed ineludibile in punto di norma processuale positiva applicabile alla fattispecie. Se, infatti, si ritenesse che nel caso di specie la norma applicabile è quella in tema di intervento vigente per l'arbitrato di diritto comune (art. 816-*quinquies* c.p.c.), ogni valutazione di opportunità e/o ogni indagine volta a ricostruire se in via interpretativa vi sia un margine per ammettere domande come quelle di cui trattasi sarebbe in limine preclusa, essendo sufficiente l'opposizione manifestata da AB a frustrare, per carenza di uno dei consensi prescritti, la possibilità di un loro ingresso in questo procedimento.

Considerazioni diverse valgono, invece, se la norma di governo della fattispecie è ravvisata nell'art. 35, comma 2° d.lgs. 5/2003, cioè nella norma sull'intervento contenuta nella c.d. disciplina speciale dell'arbitrato societario. Questa norma, infatti, sembra ammettere con molta maggiore ampiezza le possibilità (*rectius*, le tipologie possibili) di intervento.

Occorre, allora, chiarire fin dall'inizio quale rapporto intercorra tra le due norme: se esse debbano combinarsi e l'una debba essere interpretata alla luce dell'altra o se invece esse siano reciprocamente esclusive e, in questo secondo caso, quale fra esse debba ritenersi applicabile al presente procedimento.

L'interrogativo va sciolto a favore dell'applicabilità del solo art. 35, comma 2° d.lgs. 5/2003.

È pur vero che l'attuale testo dell'art. 816-*quinquies* c.p.c. è norma posteriore al citato art. 35, comma 2°. Ciò nonostante, l'Arbitro Unico, richiamandosi ai principi generali, ritiene che il criterio della specialità, cioè della prevalenza della norma speciale su quella ordinaria, escluda la rilevanza del criterio della successione temporale. Altrimenti detto, l'Arbitro Unico è dell'avviso che la *lex generalis* posteriore non ha effetto abrogativo della *lex specialis* anteriore.

Chiarito che la norma applicabile è l'art. 35, comma 2° d.lgs. 5/2003, si deve, peraltro, osservare subito dopo che sull'interpretazione di questa norma non v'è concordia di opinioni.

Ad una tesi liberale, secondo cui l'art. 35, comma 2° citato consentirebbe l'ingresso di ogni tipologia di intervento prevista dall'art. 105 c.p.c. stante il carattere illimitato ed incondizionato del rinvio alla norma ordinaria del codice di rito, se ne contrappongono altre che, con diversità di accenti, ravvisano comunque limiti impliciti all'operare del rinvio, in ragione di esigenze di coerenza con principi generali fondanti dell'istituto arbitrale.

L'Arbitro Unico sul punto ritiene persuasiva la tesi secondo cui l'art. 35, comma 2° d.lgs. 5/2003 legittima qualsivoglia tipologia di intervento, e dunque anche l'intervento volto a far valere domande autonome o litisconsortili, purché, tuttavia, tali domande rientrino nell'area perimetrata dalla clausola arbitrale societaria; il che equivale a dire, nel caso di specie, che la questione sollevata attorno alla arbitrabilità delle domande di tipo risarcitorio prospettate da DF (penale e danni ulteriori) dipende, per la sua soluzione, dallo stabilire previamente quanto sia ampia e penetrante, alla stregua della clausola compromissoria statutaria, la competenza arbitrale a decidere sulle controversie in tema di circolazione dei titoli azionari emessi dalla Società.

Al riguardo l'Arbitro Unico muove dalla constatazione che la clausola compromissoria sicuramente include nel suo ambito oggettivo di applicazione le controversie relative all'efficacia, nei confronti della Società, dei negozi *inter partes* di cui si assume (o si contesta) che producano o possano produrre la circolazione dello status di socio.

Da questa constatazione discende un primo corollario e un conseguente interrogativo.

Il corollario è che il giudice dell'efficacia è anche e necessariamente competente a pronunciarsi sulla questione pregiudiziale della validità del titolo (cioè, del negozio idoneo a produrre l'effetto traslativo o l'obbligo di trasferire) di cui si invoca l'efficacia.

Il conseguente interrogativo è se il giudice dell'efficacia (e della validità, che dell'efficacia è il presupposto) sia anche competente a pronunciarsi sull'adempimento o inadempimento (e relative conseguenze in termini di rimedi e responsabilità) del negozio sottoposto alla sua cognizione per i profili anzidetti.

Questo è il nodo centrale o passaggio decisivo dell'iter logico-argomentativo che l'Arbitro Unico è chiamato a percorrere; e sul punto sembra all'Arbitro Unico

che la risposta debba essere data nel senso della sussistenza di una competenza arbitrale piena; cioè, di una competenza estesa anche alle domande di accertamento (dell'inadempimento) e di condanna (alla conseguente responsabilità) formulate con riferimento al negozio invocato come titolo valido e costitutivo degli effetti di cui è chiesto il riconoscimento con le domande "a monte".

Invero, ad avviso dell'Arbitro Unico, il giudizio sulla validità ed efficacia del titolo non può essere razionalmente scisso del tutto dal giudizio sul punto se l'astratta idoneità del negozio a produrre il trasferimento sia stata, poi, "confermata" dal successivo comportamento di adempimento o, all'opposto, messa in crisi dal successivo comportamento di inadempimento: sicché escludere la competenza arbitrale a giudicare sulle domande *lato sensu* risarcitorie equivarrebbe a negare la competenza a decidere sul *quantum* della responsabilità per inadempimento, pur dopo aver dovuto ammettere che sull'*an* dell'inadempimento, cioè sull'accertamento del presupposto della responsabilità, l'Arbitro Unico ha competenza a decidere. Orbene, una siffatta scissione, seppur non impossibile in astratto, appare tuttavia all'Arbitro Unico un esito incongruo e non sorretto dalla possibilità di richiamo analogico e persuasivo a qualsivoglia modello ragionevole di ripartizione delle competenze tra arbitrato e giurisdizione ordinaria.

Conclusivamente e a scioglimento della riserva formulata, l'Arbitro Unico decide nel senso di ravvisare la sussistenza della propria competenza (anche) su tutte le domande di tipo risarcitorio prospettate dall'intervenente DF.

Ovviamente, la risoluzione della questione di competenza lascia impregiudicato l'esito delle pronunzie sulle domande ed eccezioni di merito. Più specificamente, rimangono impregiudicate tanto le pronunzie in punto di fondatezza o infondatezza sostanziale delle pretese al pagamento della penale e dei danni ulteriori, quanto la pronunzia, conseguente all'eccezione subordinatamente proposta da AB (e che è in parte di rito e in parte di merito), in punto di asserita carenza di legittimazione attiva di DF rispetto a tali pretese.

b) *Sull'interpretazione dell'art. 11.4 dello statuto di T.*

In questo procedimento il baricentro della controversia è il giudizio che deve essere espresso sull'art. 11.4 dello statuto di T.

Si tratta della clausola che, da un lato, contiene la previsione del *drag-along*, cioè dell'attribuzione alla maggioranza del diritto o potere di trascinare in co-vendita la minoranza, e che, dall'altro, attribuisce alla minoranza la facoltà di sottrarsi alla co-vendita predetta, esercitando il diritto di prelazione sull'intera partecipazione della maggioranza.

Poiché nel caso di specie la sorte di pressoché tutte le domande ed eccezioni di merito dipende dalla qualificazione giuridica e dalla efficacia (o inefficacia) assegnabili a questa clausola, è da essa che conviene prendere le mosse, affrontando per primo il problema della sua interpretazione.

Preliminarmente occorre domandarsi con quale metodo o approccio si debba procedere a tale interpretazione.

La domanda non è oziosa perché due, fundamentalmente, sono gli approcci possibili e sensibilmente diversi possono essere i risultati, a seconda che si adotti l'uno o l'altro.

Un possibile approccio consiste nel ritenere applicabili all'interpretazione di clausole statutarie i canoni ermeneutici ordinari quali varrebbero per un qualunque contratto, e quindi primo fra tutti il canone dell'interpretazione soggettiva *ex*

art. 1362 c.c., idoneo ad escludere tutti gli altri se in base ad esso è possibile accertare l'intenzione comune dei contraenti. L'altro possibile approccio consiste nel ritenere applicabili a questa specifica materia soltanto quelle regole del codice (o altri criteri interpretativi *ad hoc*) che abbiano natura strettamente oggettiva; e ciò in ragione della particolare natura del contratto di società per azioni e della sua programmatica apertura alla possibilità di acquisto della qualità di socio da parte di una futura pluralità indefinita di soggetti.

In sostanza, il secondo approccio, in nome della tutela dei futuri soci o dei futuri aspiranti soci che potrebbero incontrare difficoltà insormontabili nell'accertare il comune intento soggettivo dei paciscenti originari, postula una interpretazione delle clausole statutarie più simile a quella delle norme di legge che non a quella con cui si vagliano le clausole di un ordinario contratto.

Orbene, se per l'interpretazione di clausole statutarie si ritenesse sempre e comunque vincolante l'adozione di un approccio ermeneutico meramente oggettivo, è evidente che ogni clausola di un qualsivoglia statuto dovrebbe tendenzialmente interpretarsi allo stesso modo tanto se inserita (come in questo caso) nel contratto sociale di una s.p.a. con due azionisti, quanto se inserita nel contratto sociale di una s.p.a. con dieci, cento, mille o più soci. Adottando questo approccio, cioè, l'Arbitro Unico dovrebbe nel caso di specie ricercare una interpretazione dell'art. 11.4 dello statuto di T., per un verso, oggettivamente insensibile alla realtà concreta della sottostante composizione socio-economica della compagine sociale e, per altro verso, insensibile anche alla considerazione delle particolari circostanze in ragione delle quali lo statuto di tale società è stato modificato per accoglierla.

In passato è stato probabilmente maggioritario in diritto italiano il favor per una interpretazione fortemente o esclusivamente oggettiva degli statuti di società di capitali, con conseguente, tendenziale uniformità di valutazione, in punto di ammissibilità o inammissibilità di certe clausole e/o di contenuto precettivo assegnabile alle stesse, a prescindere dal contesto reale di riferimento in cui fossero collocate.

L'Arbitro Unico, tuttavia, non condivide questo approccio.

Egli ritiene che la questione — controversa anche in passato, pur dovendosi dar atto di una propensione maggioritaria per le tesi "oggettive" — debba oggi essere risolta, recuperando interamente la gerarchia codicistica dei criteri ermeneutici previsti per il contratto in generale; e dunque privilegiando, se e fin quando possibile, l'interpretazione fondata sulla comune intenzione soggettiva dei paciscenti, anziché la diretta applicazione "per salto" di criteri ermeneutici meramente oggettivi.

A sostegno di questa convinzione sta il rispetto per una scelta di fondo, che si ritiene desumibile inequivocabilmente dalla recente riforma del nostro diritto delle società di capitali e cooperative. La riforma, invero, ha certamente perseguito, tra i suoi obiettivi fondamentali e qualificanti, quello di ampliare il ruolo e i margini riconosciuti all'autonomia statutaria; il che postula, tra l'altro, una sottesa *voluntas legis* di privilegiare, fino al massimo grado consentito dalle norme imperative, il contenuto concreto del contratto stipulato tra i soci, anziché la prosecuzione dell'antico *favor* per una interpretazione strettamente oggettiva, mirante essenzialmente a mettere in luce la coerenza o la non coerenza con le



norme implicite (ora suppletive, ora proibitive), ritenute intrinseche alla logica del tipo societario prescelto.

Ciò è del tutto evidente in riferimento alla disciplina della nuova s.r.l., che è espressamente dichiarata fondarsi sulla centralità del contratto in concreto stipulato fra i soci; ma ciò vale in larghissima misura anche per le s.p.a. e, in particolare, per quelle tra le s.p.a. che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Due sono le principali ragioni clic quanto meno oggi debbono indurre a preferire — nell'interpretazione delle clausole statutarie delle società anzidette — le ragioni concrete del contratto anziché la logica astratta del tipo.

In primo luogo, tanto per le s.r.l. quanto per le s.p.a. che non fanno ricorso al mercato e che da un complessivo esame del loro statuto possono essere definite come "chiuse", non sussistono per definizione o comunque non sono particolarmente forti e pressanti le esigenze di accantonamento dell'interpretazione soggettiva e di ricorso esclusivo ad una interpretazione oggettiva e standardizzata delle clausole statutarie.

In queste società, infatti, la circolazione delle quote o delle azioni può essere addirittura esclusa (in particolare nelle s.r.l. e, entro limiti temporali ben definiti, anche nelle s.p.a.: art. 2355-bis, comma 2°, c.c.) o comunque largamente compressa grazie a restrizioni statutarie; il che, per quanto qui rileva, significa che in queste società il valore per il sistema della volontà contrattuale (autonomia privata statutaria) è preminente sul valore per il sistema della (ridotta) attitudine delle partecipazioni sociali a circolare. Ne consegue che è erosa nel suo fondamento logico-giuridico la tesi, secondo cui l'interesse dei già soci a vedere interpretare le clausole statutarie così come essi le hanno soggettivamente volute ed intese dovrebbe cedere il passo all'interesse degli aspiranti soci o dei terzi in generale a vederle interpretate secondo criteri ermeneutici oggettivi.

In secondo luogo — ed è questo l'argomento al quale deve attribuirsi un peso ancora maggiore — la questione dell'approccio interpretativo da adottare non si pone negli stessi termini in tutti i casi, a prescindere da chi sia parte nella lite il cui esito dipenda, in ipotesi, dall'interpretazione di una clausola statutaria.

L'Arbitro Unico ritiene che si debba distinguere tra situazioni in cui vi sia conflitto vero tra valori tutelati, rispettivamente, dall'uno e dall'altro approccio interpretativo e situazioni, invece, in cui il conflitto è soltanto un conflitto apparente o pseudo-conflitto, uno solo essendo il valore macroscopicamente preminente che reclama tutela.

Fattispecie esemplare di pseudo-conflitto nel senso appena detto è quella nella quale la questione interpretativa si pone in una lite tra quegli stessi soggetti che hanno pattuito la clausola da interpretare e che l'hanno introdotta nella sfera sociale, mediante approvazione unanime della relativa delibera.

In questo caso, non può esservi una sufficiente ragione « esterna » al contratto tra i soci per accantonare l'interpretazione soggettiva della clausola, fedele al vero ed effettivo intento comune delle parti, in favore di un'interpretazione oggettiva, ispirata alla tutela (ipotetica e comunque non attuale) di chi in futuro potrebbe divenire socio o creditore della società: altrimenti detto, il valore vero tutelato nella sua attualità e concretezza dall'interpretazione soggettiva (cioè, il rispetto del principio *pacta sunt servanda*) preclude la possibilità di dare rilievo o preferenza al valore astratto, che sarebbe in ipotesi tutelato da una diversa interpretazione oggettiva. Ad avviso dell'Arbitro Unico, nell'ordinamento non è ravvisabile alcuna

norma imperativa di ordine pubblico che in punto di interpretazione imponga, in un caso come questo, di preferire e sovrappone un'interpretazione oggettiva ai risultati cui si possa in ipotesi persuasivamente pervenire mediante l'interpretazione soggettiva.

Diverso, invece, sarebbe il caso di una lite tra un socio sopravvenuto — cioè, non tale al tempo dell'introduzione di una determinata clausola statutaria — e la società, lite in cui l'oggetto fosse (o l'esito dipendesse da) l'interpretazione della clausola medesima.

Si supponga, in particolare, che la società faccia valere giudizialmente il proprio interesse a dimostrare che la clausola deve essere interpretata alla stregua del comune intento storico di coloro che l'hanno votata (criterio di interpretazione soggettiva), mentre il socio sopravvenuto abbia invece l'interesse opposto a veder interpretare la clausola secondo criteri oggettivi, che condurrebbero ad attribuirle una portata diversa: ebbene, se questo è il quadro, il conflitto tra i due approcci interpretativi è un conflitto vero tra norme di tutela di valori contrapposti ed è indubitabile, in questo caso, che forti argomenti militino in concreto per il riconoscimento di un maggiorar ai valori tutelati dall'interpretazione oggettiva.

Per un verso, infatti, non sussiste in questo caso tra le parti in lite (da un lato, la società, cioè sostanzialmente la collettività dei soci, dall'altro, il socio sopravvenuto) l'elemento di condivisione volitiva (effettiva e non *ficta*) che nel caso di pseudo-conflitto rende la clausola, al tempo stesso, regola di organizzazione e patto alla cui stipula hanno preso parte quegli stessi soggetti che ne sono vincolati.

Per altro verso, poi, non si può ignorare la rilevanza, che non è soltanto ermeneutica, del precetto di buona fede oggettiva: è questo precetto, ad avviso dell'Arbitro Unico, a far sì che una stessa clausola statutaria, in ipotesi inserita nell'atto costitutivo di una società tra due soci e inizialmente avente esclusivamente la portata desumibile dalla sua interpretazione soggettiva, possa assumere nel prosieguo del tempo una diversa portata, vuoi sotto il profilo della sua interpretazione, vuoi sotto il profilo della sua applicazione; e ciò a fronte e in conseguenza della mutata realtà in cui deve operare: tenuto conto, cioè, dell'aumento del numero dei soci, delle variazioni intervenute nella composizione qualitativa della compagine sociale, dell'evoluzione nella dimensione e nella qualità dell'oggetto sociale effettivo e di ogni altro elemento che possa avere rilevanza ai fini di una interpretazione ed esecuzione secondo buona fede di un contratto programmatico e dinamico, qual è il contratto di società.

Conclusivamente e sinteticamente sul punto: è l'evoluzione concreta della realtà di ciascuna società, non l'immanenza nel sistema di un preteso vincolo aprioristico e sistematico di conformità a un modello ideale tipico, a poter esigere un progressivo affievolimento del ruolo dell'interpretazione soggettiva e il correlativo affermarsi di un tendenziale monopolio dell'interpretazione oggettiva.

Quando non ricorrano in concreto le ragioni per l'affievolimento del ruolo dell'una e per il tendenziale monopolio dell'altra, manca la giustificazione giuridica per abbandonare — con riferimento alle s.r.l. e alle s.p.a. "chiuse" — la scala gerarchica dei criteri ermeneutici prevista dagli artt. 1362 ss. del codice civile e, dunque, la preminenza, quando le circostanze consentano di accertarla, della comune intenzione soggettiva sottesa ad una determinata clausola statutaria.

Nel caso di specie questa è la conclusione cui perviene l'Arbitro Unico; né tale conclusione è scalfita dal rilievo assegnabile alla circostanza che, nel caso di

specie, la partecipazione alla lite dell'interveniente DF sembra a prima vista offrire una specifica ragione per tener conto del potenziale "affidamento" che DF potrebbe aver riposto nella portata della clausola *de qua*, interpretata secondo criteri strettamente oggettivi.

Che il terzo possa avere un interesse come beneficiario in senso lato di una determinata interpretazione (soggettiva o oggettiva) di una clausola statutaria non è un dato sufficiente a legittimare una presa in considerazione di questo suo interesse come criterio ermeneutico rilevante e ulteriore rispetto a quanto già osservato su un piano generale in ordine al rapporto tra interpretazione oggettiva e tendenziale maggiore idoneità di tale approccio interpretativo a non deludere le aspettative degli aspiranti soci o dei terzi in generale,

In altre parole, quanto il terzo possa profittare della clausola dipende anche e in primo luogo dall'interpretazione della clausola stessa: ma l'interpretazione è questione intona alla portata del contratto tra soci e rispetto a tale questione colui che socio non era al tempo della stipula della clausola non può che prendere *tels quels* i risultati dell'operazione interpretativa avente ad oggetto l'altrui contratto (statuto), da intendere, appunto, come *res inter alios acta*.

c) Sulla domanda di nullità dell'art. 11.4 dello statuto di T. in particolare, se la nullità sussista per contrarietà a norme imperative del diritto societario.

Alle domande di parte attrice e di parte interveniente, miranti ad ottenere il riconoscimento del già avvenuto trasferimento a DF della partecipazione di AB ovvero, in subordine, del diritto ad ottenere tale trasferimento mediante un provvedimento ex art. 2932 c.c., AB eccepisce, per un verso, l'irregolarità e comunque l'inefficacia sotto diversi profili della *denuntiatio* prevista dall'art. 11.4 dello statuto di T. ai fini del possibile esercizio del diritto di prelazione da parte della minoranza e, per altro verso, la nullità del predetto art. 11.4.

Invertendo l'ordine di prospettazione scelto da AB, conviene affrontare per primo il tema della asserita nullità della clausola, in quanto la risposta sul punto sarà alternativamente assorbente (in caso di accoglimento) o prodromica al corretto inquadramento delle alpe questioni (in caso di reiezione).

AB invoca la nullità, facendo leva sugli argomenti desunti da un autorevole parere *pro veritate* del Prof. Portale.

Anche I. fa ricorso, a sostegno delle proprie domande, alla pari autorevolezza di un altro parere *pro veritate*, emesso dal Prof. Denozza, che giunge, tuttavia, a conclusioni diametralmente opposte.

L'Arbitro Unico — consapevole del proprio dovere che in questa sede è di giudicare, non di partecipare a un dibattito tra colleghi di accademia — limiterà le proprie considerazioni a quanto è strettamente necessario ai fini del decidere.

Due sono i rilievi da cui conviene partire.

Il primo è che la nullità di un contratto o di una clausola può sussistere anche in assenza di un divieto espresso che renda evidente la contrarietà di tale contratto o clausola a una o più norme imperative.

Il secondo è che, pur potendosi avere — come si è appena detto — nullità per contrarietà implicita a norme imperative, l'accertamento di tale contrarietà deve essere condotto in modo particolarmente rigoroso e la dimostrazione deve essere data in modo particolarmente convincente, quando, come nel caso di specie, la nullità è invocata con riferimento ad un istituto — il *drag along* della minoranza con facoltà per la stessa di sottrarsi mediante esercizio del diritto di prelazione

— che è noto e praticato nella prassi di ordinamenti evoluti senza sollevare, in linea di principio, dubbi di liceità.

Ciò premesso, conviene passare subito all'analisi delle argomentazioni specifiche.

AB, sulla scorta del parere *pro veritate* del Prof. Portale, propugna la tesi della nullità della clausola sostanzialmente sotto tre diversi profili, di cui i primi due attengono ad asserita contrarietà a norme o principi del diritto societario, il terzo a incompatibilità con un più ampio principio del nostro diritto comune patrimoniale.

Così, in primo luogo AB avanza la tesi che l'art. 11.4, attribuendo alle azioni detenute dalla maggioranza il diritto "speciale" di vendere quelle detenute dalla minoranza, violerebbe il principio che vieta di attribuire alle azioni di uno o più soci determinati diritti e poteri non afferenti alle altre azioni; con l'inammissibile risultato di dar luogo, all'interno di una stessa categoria di azioni, alla presenza di azioni veicolanti diritti individuali non spettanti alle altre azioni o agli altri azionisti.

In secondo luogo AB fa valere l'argomento che il diritto di co-vendita forzata attribuito dall'art. 11.4 alla maggioranza è nella sostanza assimilabile al diritto previsto a favore della società o degli altri soci da una clausola statutaria di riscatto. In quest'ottica l'assenza nell'art. 11.4 dello statuto di T. di una previsione idonea ad assicurare *ex ante* la certezza di una valutazione equa — e comunque non inferiore a quella inderogabile garantita dal richiamo in materia di riscatto (art. 2437-sexies c.c.) alla norma sulla liquidazione delle azioni dei recedenti (art. 2437-ter c.c.) — inficierebbe irrimediabilmente la clausola e renderebbe inevitabile la declaratoria di nullità.

Infine e su un piano più generale, viene contestato da AB che l'alternativa offerta dall'art. 11.4 alla minoranza — cioè, l'alternativa tra subire la co-vendita forzata o sottrarsi, esercitando il diritto di prelazione su tutta la partecipazione della maggioranza — sia di per sé sufficiente ad eliminare l'inammissibile arbitrarietà del potere di alienare l'altrui proprietà, che viene ravvisata nel modo in cui la clausola configura tale potere. In sostanza, il « cuore » di questa prospettazione è che il nostro diritto non ammette la validità di un patto in forza del quale un soggetto si ritrova investito del potere di disporre di un bene altrui come più gli piaccia, cioè con assoluta discrezionalità in termini di tempo, prezzo e altre condizioni. In questo senso, l'assenza di limiti al potere della maggioranza di negoziare liberamente con il terzo acquirente tutto il contenuto del negozio traslativo destinato a vincolare anche la minoranza costituirebbe una illegittima abdicazione preventiva alle prerogative del diritto di proprietà, non riconducibile a un valido esercizio del potere di autonomia privata e non riequilibrata, di per sé, dalla facoltà di esercitare la prelazione. Su quest'ultimo punto in particolare, AB sostiene che, lungi dall'essere uno strumento clic automaticamente impedisca l'abuso, la previsione del diritto di prelazione può rivelarsi — come è detto icasticamente nel parere *pro veritate* prodotto da AB — una sorta di « tagliola »: così, ad esempio, quando le condizioni pattuite dalla maggioranza con il terzo siano inique, ma per la minoranza l'esercizio della prelazione si prospetti come sproporzionatamente gravoso, tenuto conto della necessità di spendere molto in cifra assoluta per non subire a prezzo vile la spoliatura della propria quota, in ipotesi di dimensioni assai ridotte.

Né sfugge all'Arbitro Unico che la tesi della nullità della clausola, come prospettata da AB, ha trovato conforto in pronunzie del Tribunale di Milano, seppur rese in sede di mera deliberazione sommaria della questione nel contesto di procedimenti cautelari: il riferimento è al provvedimento *ex art. 700 c.p.c.*, reso *inaudita altera parte* su richiesta di AB in data 5 dicembre 2007 e successivamente confermato con ordinanza del 7 gennaio 2008 (ancorché con correzione di tiro proprio sul punto della liceità in astratto di clausole di *drag-along* temperate da prelazione a favore della minoranza); e ancor più al provvedimento reso in data 2 aprile 2008, che ha negato il sequestro giudiziario delle azioni di AB richiesto da DF con l'intervento *ad adiuvandum* di I., provvedimento che sul punto *de quo* (nullità della clausola) giunge a conclusioni del tutto allineate con le argomentazioni di AB.

Con riferimento al primo profilo prospettato da AB (nullità per inammissibilità dell'attribuzione al socio di maggioranza di un diritto speciale spettante soltanto alle azioni dallo stesso detenute), l'Arbitro Unico condivide appieno l'avviso secondo cui, nel caso di specie, la formulazione della clausola è tale da attribuire strutturalmente alla maggioranza un perfettamente ammissibile diritto convenzionale di quota, cioè un diritto spettante in ragione del raggiungimento della soglia statutariamente rilevante per esercitarlo e non, invece, spettante a titolo diverso: non, cioè, come diritto personale attribuito *una tantum* al soggetto che era azionista maggioritario all'atto dell'introduzione della clausola oppure come diritto afferente soltanto alle azioni da costui detenute.

È pur vero che, alla stregua dell'interpretazione soggettiva, non si può ragionevolmente dubitare che la comune intenzione di I. e AB sia stata quella di introdurre l'art. 11.4 come modifica statutaria al fine di assicurare a I. in modo particolarmente incisivo una modalità di *exit* reclamata come condizione, insieme ad altre, per sottoscrivere il primo aumento di capitale per 4 milioni di Euro deliberato nella primavera del 2004. Tuttavia, niente autorizza a ritenere che, ove in ipotesi, fosse ritornata in maggioranza in costanza della clausola prima dell'insorgere di questa controversia, la clausola le sarebbe stata ritenuta inapplicabile, perché storicamente nata su richiesta di I.. La clausola, insomma, attribuisce il diritto a chi, in ogni tempo, sia o divenga maggioranza, non, invece, irreversibilmente e unicamente a chi lo era all'atto della sua introduzione.

Si deve, perciò, concludere che sotto il profilo della compatibilità con il principio del pari trattamento delle azioni di una stessa categoria, l'art. 11.4 dello Statuto e, in generale, le clausole che attribuiscono a tanti soci che superino una determinata soglia il diritto di vendere anche la partecipazione degli altri sanciscono nient'altro che diritti convenzionali di quota, pienamente ammissibili perché non predeterminano l'identità di colui o coloro cui spetterà l'esercizio del diritto, ma solo le condizioni di aggregazione (raggiungimento della soglia capitalistica prefissata), in virtù delle quali chi soddisfa tali condizioni può esercitare il diritto.

Tanto basta ai fini che qui interessano, mentre non è necessario affrontare il quesito collaterale se in tutte le società per azioni — o soltanto in quelle che fanno ricorso al mercato dei capitali — sia sempre e comunque vietata la previsione statutaria di speciali diritti individuali (diversi dai diritti individuali di *quota*) a favore di alcuni soci soltanto.

Il secondo argomento addotto da AB a sostegno della tesi della nullità della clausola — cioè, la mancata previsione dell'inderogabilità di un prezzo di co-

vendita almeno pari al valore di liquidazione che per legge deve essere assicurato tanto al socio recedente quanto al socio le cui azioni siano riscattate (art. 2437-*sexies* c.c.) — non è condivisibile per due principali motivi.

In primo luogo, è quanto meno discutibile che il meccanismo previsto dalla clausola *de qua* — cioè, la soggezione della minoranza alla co-vendita voluta dalla maggioranza, salvo esercizio da parte della minoranza del diritto di prelazione — sia sufficientemente vicino alla fattispecie dell'art. 2437-*sexies* c.c. per considerare la disciplina prevista da questa norma applicabile in via diretta o per analogia.

È vero che il primo dei diritti o poteri previsti dalla clausola *de qua* — quello, cioè, spettante alla maggioranza di forzare la co-vendita delle azioni della minoranza alle stesse condizioni pattuite per la vendita delle proprie azioni al terzo — è affine per struttura alla situazione giuridica attiva del titolare (società o altri *soci*) di un diritto di riscatto. Non è vero, tuttavia, che ciò basti di per sé ad assimilare riscatto e *drag-along*: il correlato diritto di prelazione concesso alla minoranza — pur non avendo, ad avviso dell'Arbitro Unico, quel potere salvifico di autolegitimazione assoluta che sembrano attribuirgli I. e DF — non è neppure un elemento marginale o meramente giustapposto della pattuizione consacrata nello statuto. Altrimenti detto, chi ha accettato di essere esposto all'altrui diritto di acquistare, ma al contempo investito del potere in alternativa di acquistare lui i beni della controparte allo stesso prezzo unitario a cui avrebbe potuto vendere i propri, è certamente più protetto contro l'altrui possibilità di abuso di quanto non lo sia chi è meramente soggetto all'altrui diritto potestativo « puro » di riscatto: non soltanto perché la logica vuole che sia quanto meno altamente improbabile il tentativo di chi assuma l'iniziativa di acquistare a un prezzo vile o iniquo, se la controparte può a sua volta rovesciare la situazione, acquistando lei, allo stesso prezzo, ma anche e soprattutto perché la decisione ultima spetta a colui che è compulsato dall'iniziativa, non a colui che l'assume.

È pertanto chiaro — quanto meno sul piano astratto della logica e della comune esperienza e prescindendo dalla possibilità di abusi in concreto, che peraltro reclamano sanzioni diverse da quella della nullità — che il minoritario nel *drag-along*, a fronte dell'obbligo assunto *ex ante*, ha una libertà di scelta tra vendere o acquistare all'altrui prezzo, mentre il minoritario assoggettato ad una ordinaria clausola di riscatto non può far altro che subire l'altrui determinazione: si può comprendere allora che, mentre per il secondo la legge ritenga necessario assicurare una tutela inderogabile *ex ante* sotto forma di soglia minima di valutazione ai fini del riscatto, lo stesso non necessariamente debba valere in via analogica (essendo comunque esclusa l'applicabilità *diretta*) per quanto attiene al caso del primo. Invero, il punto non è se *drag-along* e riscatto sono fattispecie sufficientemente affini per estendere analogicamente al primo il regime del secondo (in questi termini sembra all'Arbitro Unico che la risposta non potrebbe che essere negativa); il punto è, semmai, se nel sistema sia ravvisabile una norma imperativa implicita, che renda nulla qualsiasi clausola statutaria, il cui scopo o effetto sia quello di far accettare in anticipo una successiva alienazione forzata della propria partecipazione a un valore inferiore a quello che per legge sarebbe il valore minimo di liquidazione in caso di recesso.

Ancorché non sia strettamente necessario ai fini del decidere, l'Arbitro Unico ritiene che una norma imperativa implicita di questa portata possa essere indivi-

duata nel diritto societario italiano per effetto della natura di principio generale inderogabile che deve essere riconosciuta all'art. 2437, comma 6° c.c.

Tuttavia, l'avviso testé espresso, lungi dal fornire sostegno alla tesi della nullità della clausola *de qua*, offre semmai argomenti alla tesi opposta.

Invero, si deve a questo punto osservare che non sono certamente affette da nullità le clausole di recesso o di riscatto, che in ipotesi, pur specificando in presenza di quali eventi il recesso o il riscatto possono essere esercitati, omettano di precisare che, ai fini della liquidazione della partecipazione, il valore non potrà essere determinato al di sotto della soglia minima garantita dall'applicazione dei criteri di legge (art. 2437-ter c.c.), che l'autonomia privata può solo "migliorare" a favore del recedente (cfr. art. 2437, comma 6° c.c.).

Il silenzio, in questi casi, dovrà essere interpretato nel senso che si applicheranno *telles quelles* le norme di legge. Quanto al caso di pattuizioni specifiche che introducano criteri di valorizzazione convenzionale diversi dai criteri legali, le stesse saranno nulle soltanto se si possa dimostrare che programmaticamente e ineluttabilmente esse sono destinate a produrre una valorizzazione inferiore alla soglia minima tutelata *ex lege*.

L'Arbitro Unico esclude che nella clausola di *drag along* si possa ravvisare una finalità soggettiva o una oggettiva idoneità programmatica volta a produrre un prezzo di liquidazione della partecipazione di minoranza inferiore a tale minimo.

Prevedere, infatti, che in base alla clausola la minoranza sarà tenuta a vendere la propria partecipazione alle stesse condizioni pattuite dalla maggioranza con il terzo (a meno di esercitare essa stessa minoranza il diritto di acquistare la partecipazione della maggioranza alle stesse condizioni) significa programmaticamente consentire alla minoranza di condividere un prezzo che incorpora in sé anche il valore del controllo, valore che, nelle s.p.a. non quotate e quindi non soggette a opa, è normalmente appannaggio della sola maggioranza, mentre la clausola di *drag-along* strutturalmente tende a distribuirlo in misura proporzionale anche alla minoranza.

È pur vero che, in astratto e nonostante tutto, non è possibile escludere che il prezzo negoziato dalla maggioranza con il terzo si riveli in concreto inferiore al valore di liquidazione cui si potrebbe pervenire ai sensi dell'art. 2437-ter; ma sarà sufficiente in questo caso colpire in concreto il negozio anziché *a priori* la clausola; la quale, si ripete, programmaticamente è più favorevole alla minoranza esposta alla co-vendita forzata di quanto non lo sia una clausola di riscatto, attivabile in presenza di determinati eventi e che non specifichi i criteri per la liquidazione delle azioni riscattando o rinviando semplicemente a quelli di legge.

Conclusivamente, l'Arbitro Unico non ravvisa nel diritto societario italiano alcuna norma imperativa implicita, che vieti o renda comunque illegittima *ex ante* una clausola come quella di cui si tratta.

*d) (segue): in particolare, se la nullità sussista per contrarietà a norme imperative del diritto comune.*

Rimane da esaminare il terzo motivo di asserita nullità prospettata da AB, cioè l'inammissibilità nel nostro diritto comune di un contratto o negozio con cui il titolare di un bene o di un diritto conferisca ad altri un potere di disporre, rimettendosi incondizionatamente alle determinazioni che costui assumerà nel vendere congiuntamente a un terzo, a parità di condizioni, beni o diritti propri della stessa natura.

L'Arbitro Unico muove al riguardo da una considerazione preliminare,

È certamente lecito e valido in diritto italiano l'accordo con cui due contitolari di uno stesso bene convengano che il titolare della quota maggiore avrà il potere di vendere al meglio l'intero bene a terzi, offrendo cioè al potenziale acquirente tanto l'acquisto della propria quota quanto quella del contitolare allo stesso prezzo (*rectius*, allo stesso prezzo unitario).

Per la validità di un tale accordo non vi è certo bisogno che sia predeterminato il prezzo unitario o che sia fissata una forchetta di prezzo minimo e massimo: l'esecuzione al meglio e in base ad un implicito criterio di diligenza *quam suis* è sufficiente — in presenza, ovviamente, dell'intento giuridico — a dar vita ad un contratto valido, in quanto non viziato né da indeterminatezza né da arbitrarietà, ferma restando la necessità di procedere alla sua corretta qualificazione *sub specie iuris* e alla individuazione della conseguente disciplina.

Neppure è necessaria, per la validità di un siffatto accordo, la presenza di un diritto a favore del titolare della quota minoritaria di essere preferito al terzo, che il maggioritario abbia reperita e che sia disposto all'acquisto. Ovviamente, peraltro, il negozio tra i due contitolari, che sarebbe valido anche senza la previsione di un siffatto diritto di prelazione, certamente non cessa di essere tale per il fatto che, a tutela del minoritario che non tratta direttamente con i potenziali acquirenti, venga pattuita *inter partes* la sua facoltà di acquistare preferenzialmente l'intero bene.

Ancorché il caso di specie presenti indubbiamente profili di maggiore complessità, sfugge all'Arbitro Unico la ragione imperativa di sistema, in forza della quale non dovrebbero applicarsi al caso di specie le stesse considerazioni di fondo che valgono per il lineare caso di scuola sopra delineato.

È vero che l'obbligo di co-vendita alle condizioni pattuite tra maggioritario e terzo non coincide con l'obbligo di chi si è impegnato a vendere al prezzo determinato da un terzo arbitratore: vi sono, infatti, nella co-vendita due interessi propri e non neutri che incidono sulla determinazione del prezzo (quello del maggioritario e quello del terzo), mentre nessun interesse proprio dell'arbitratore vi è (o dovrebbe esservi; e se c'è esso vizia il suo intervento) nella fattispecie di cui all'art. 1349 c.c.. Tuttavia, non è vero e non *sequitur* che, mancando nella co-vendita una predeterminazione del prezzo e/o delle altre condizioni di alienazione all'infuori del richiamo alle stesse condizioni che saranno convenute dal maggioritario con il terzo, l'accordo ipotizzato nel predetto caso di scuola deve per ciò stesso considerarsi nulla.

Si deve, infatti, osservare che il potere di offrire al terzo la quota del contitolare minoritario alle stesse condizioni a cui il maggioritario accetta di vendere la propria non è, in capo al maggioritario, un potere assolutamente libero e del tutto insindacabile. lavoro, nel nostro sistema chi, per patto o anche soltanto di fatto, gestisce interessi altrui o gestisce interessi anche altrui insieme ai propri riceve dalla legge i "paletti" (cioè, i poteri e gli obblighi in ipotesi non specificamente predeterminati all'inizio dell'attività gestoria), entro i quali è tenuto ad esercitare il potere medesimo; ed è questa, ad avviso dell'Arbitro Unico e come meglio sarà chiarito nel prosieguo quando sarà affrontato il tema della qualificazione, la ragione di fondo perché non si deve ritenere inficiata da inammissibile arbitrarietà la clausola *de qua*.

In sintesi e ritornando alla specifica considerazione del caso di specie: è vero



che alla stregua del tenore letterale della clausola tanto le condizioni della co-vendita quanto quelle della prelazione saranno quelle concordate tra maggioritario e terzo; ma ciò non implica affatto che nel nostro diritto la clausola debba necessariamente essere interpretata nel senso di assegnare a costoro congiuntamente un potere discrezionale del tutto insindacabile di fissare le condizioni di co-vendita forzata della quota del minoritario. È sufficiente, coree si vedrà, che alla clausola sia data un'interpretazione (soggettiva e, ove occorra, oggettiva) tale da assimilarla nella sostanza ad una pattuizione affine a quella ipotizzata nel caso di scuola sopra delineato, perché la prospettiva della nullità cada ed emerga, piuttosto, come decisiva la questione di come qualificare una manifestazione di autonomia privata di cui, sul piano dei valori generali dell'ordinamento tutelati da norme imperative, non si riesce a scorgere l'illiceità e neppure la pericolosità.

e) *Sulla qualificazione giuridica della fattispecie regolata dall'art. 11.4 dello statuto di T.*

Il contenuto della clausola *de qua* è certamente atipico rispetto ad istituti consolidati del nostro diritto; ma ciò non esime da — anzi, impone di — apprezzare tale contenuto alla stregua delle categorie concettuali che innervano il sistema. Occorre, cioè, qualificare il fatto privato (cioè, in questo caso la clausola) per individuare la disciplina che allo stesso è applicabile alla stregua del sistema; il che non significa svuotarlo del contenuto che le parti o la prassi gli hanno assegnato per attribuirgliene un altro conforme al sistema, ma significa piuttosto, per un verso, accertare fino a che punto vi è compatibilità tra esso fatto e il sistema e, per altro verso, integrare con la legge ciò che, in ipotesi, non è stato regolato in modo autosufficiente dall'autonomia privata.

I. e DF consapevolmente non si sottraggono all'onere di prospettare come, a loro avviso, dovrebbe essere risolto il problema della qualificazione,

In particolare, esse propongono di qualificare la clausola alternativamente come opzione o come contratto preliminare a favore di terzo, sottolineando, peraltro, che i risultati pratici dell'una e dell'altra qualificazione sarebbero, a loro avviso, sostanzialmente gli stessi.

L'Arbitro Unico — pur condividendo in larga misura le valutazioni di I. e DF in punto di funzione socio-economica delle clausole di *drag-along* della minoranza temperate dal diritto di prelazione riconosciuto a quest'ultima — non ritiene di poter accogliere né la qualificazione in termini di opzione né quella in termini di contratto preliminare a favore di terzo.

Con riferimento alla qualificazione come opzione, il problema fondamentale nasce dall'ipotizzata configurazione del terzo, che in futuro si concretizzerà nella veste di acquirente delle azioni della maggioranza, come beneficiario (nel senso di contraente in senso tecnico) dell'opzione che si assume rilasciata dalla minoranza.

Convieni brevemente richiamare i tratti strutturali indefettibili della fattispecie opzione, quale regolata dall'art. 1331 c.c.

La fattispecie include inevitabilmente due distinti ma collegati rapporti contrattuali. Un primo rapporto, necessario, ha natura di contratto unilaterale, in cui il concedente l'opzione è il solo contraente che è vincolato (da una proposta irrevocabile) mentre l'altro contraente, cioè il beneficiario, è libero da obblighi e riceve il diritto potestativo di decidere se e quando vincolarsi, accettando la proposta. Vi è, poi, un secondo rapporto, eventuale ma a contenuto predeterminato, che si sostituisce al primo qualora il beneficiario dell'opzione — cioè, il

contraente titolare del diritto potestativo — provveda ad esercitarla, così perfezionando il secondo contratto (solitamente a prestazioni corrispettive), il cui contenuto era contemplato nel primo, costituendo l'oggetto della proposta irrevocabile.

Questa struttura dell'opzione non consente in diritto italiano di ritenere riconducibile ad essa un vincolo assunto *in incertam personam*; un vincolo, cioè, assunto nei confronti di un soggetto ignoto al tempo del rilascio della proposta irrevocabile, ma che potrà essere identificato più tardi in base a criteri specificati in tale stessa proposta.

Alla configurabilità di una opzione *in incertam personam*, osta in primo luogo il principio della tipicità delle promesse unilaterali (art. 1987 c.c.). Più in generale, poi, quand'anche si aderisse a quegli orientamenti di dottrina che ammettono le promesse unilaterali atipiche sorrette da una causa sufficiente o adeguata dell'attribuzione patrimoniale oggetto della promessa, rimarrebbe da spiegare non soltanto quale sarebbe la causa sufficiente o adeguata idonea a sorreggere la vincolatività della promessa del minoritario, ma anche e soprattutto perché mai una clausola del contratto di società, anziché produrre il normale effetto di vincolare i soci fra loro, dovrebbe essere interpretata nel senso di essere diretta a far nascere un vincolo contrattuale tra un socio (il minoritario) e un terzo non ancora individuato (il futuro acquirente dal socio maggioritario).

Né varrebbe opporre che il contratto di società è intrinsecamente aperto al subentro di terzi nella posizione di soci e che quindi tale contratto è di per sé idoneo a creare situazioni di obbligo dei già soci nei confronti di chi in futuro si presenterà come titolare di un diritto a subentrare come nuovo socio.

L'argomento solo apparentemente sorregge la tesi della possibilità di configurare la clausola come costitutiva di un'opzione tra minoritario e terzo (futuro) acquirente dal socio maggioritario. In realtà, il contratto di società è aperto nel senso che è la società (contraente *ceduto*) ad aver in anticipo e *ab initio* dato al già socio (contraente *cedente*) il proprio consenso all'ingresso del terzo acquirente (cessionario); sicché il vincolo a beneficio di quest'ultimo "persona incerta" sussiste in ragione del contratto già stipulato tra contraenti certi, non perché il singolo già socio o la società abbiano concesso un'opzione *in incertam personam* al futuro acquirente.

Se poi, diversamente da quanto prospettato da I. e DF, si ipotizza che la clausola *de qua* sia costitutiva di un'opzione concessa dal socio di minoranza al socio di maggioranza e condizionata, quanto al suo esercizio, alla previa conclusione di un contratto di vendita tra il maggioritario e il futuro terzo, allora verrebbe meno il problema della non configurabilità di una opzione *in incertam personam*, ma si aprirebbe il problema della ammissibilità di una opzione che consenta alla controparte "libera" di determinare *ex post* il contenuto del contratto oggetto dell'opzione medesima; il che confligge irrimediabilmente con il requisito, inderogabile per coerenza alla fattispecie, della necessaria predeterminazione del contenuto del contratto opzionato.

Né può, alternativemente, accogliersi la prospettata qualificazione della clausola come costitutiva di un contratto preliminare a favore di terzo.

In riferimento a questa figura, l'Arbitro Unico ritiene che astrattamente tra soci di una stessa società possa essere stipulato (per patto parasociale o per clausola statutaria) un patto che preveda a carico di un contraente l'obbligo di

eseguire prestazioni a favore di un terzo che ancora non è identificato, ma che sarà designato dall'altro contraente, portatore di un interesse concreto a questa designazione.

Tuttavia, in diritto italiano non può esservi contratto a favore di terzo se il terzo, anziché essere mero beneficiario della prestazione dovuta dal promittente e "divertita" verso la sua sfera per volontà ed interesse dello stipulante, è tenuto anch'egli (terzo) a contro-prestare, cioè ad eseguire lui stesso come debitore una prestazione corrispettiva a quella a lui rivolta come creditore — beneficiario.

Nel caso di specie è evidente che DF, tenuta al pagamento al minoritario del prezzo delle azioni oggetto di co-vendita, non è e non può essere un terzo beneficiario ex art. 1411, per la "contraddizione che non consente" con uno dei tratti qualificanti della fattispecie regolata dalla norma.

Occorre dunque cercare al di fuori delle figure di cui agli artt. 1331 e 1411 (opzione e contratto a favore di terzo) la qualificazione giuridica appropriata di una clausola che, ancorché atipica, deve ritenersi, per i motivi già detti, lecitamente adattabile dall'autonomia privata,

L'Arbitro Unico si è domandato se, una volta scartata la riconducibilità agli schemi dell'opzione e del contratto a favore di terzo, la ricezione nella realtà vivente dell'ordinamento italiano di una clausola come quella *de qua* deve necessariamente pagare il prezzo di passare su un letto di Procuste dogmatico, che finisca per snaturarne quella stessa ragion d'essere socio-economica per cui è sorta e si è affermata nella prassi di mercati e di ordinamenti evoluti.

A questa domanda l'Arbitro Unico ritiene di poter dare serenamente risposta negativa.

La clausola *de qua* può e deve ricevere una qualificazione, che le consente di riflettere correttamente e di rispettare la comune intenzione delle parti e, al tempo stesso, di assolvere la funzione socio-economica che la prassi di mercato le assegna. Questa qualificazione, come ora sarà chiarito in analisi, è ravvisabile nella riconduzione alla figura del mandato a vendere; mandato a vendere, peraltro, da intendersi come avente effetti saltante obbligatori quando, come nel caso di specie, alla maggioranza non sia stato specificamente conferito un potere (anche) di rappresentanza.

f) *Sui fondamenti e sulle conseguenze della qualificazione dell'art. 11.4 dello statuto di T. come clausola costitutiva di un mandato a vendere.*

La conclusione che l'art. 11.4 dello statuto di T. configura un mandato a vendere rilasciato dalla minoranza alla maggioranza si fonda su tre considerazioni di fondo.

In primo luogo, essa è pienamente conforme all'interpretazione soggettiva, cioè alle risultanze ricavabili dall'indagine sulla comune intenzione delle parti.

Invero, la clausola è stata introdotta per preservare e rafforzare, rendendolo opponibile anche ai terzi, un precedente patto parasociale avente contenuto identico o affine, che era stato stipulato tra I. e AB quando erano state negoziate *inter partes* le condizioni di intervento di I al progetto di ricapitalizzazione e rilancio di T.

Non è credibile che *inter partes* I. e AB si siano determinati ad accordarsi parasocialmente, mirando a concedere diritti e pretese a un futuro terzo che sarebbe stato selezionato da I.

È, invece, credibile che AB abbia accettato di concedere a I. il potere di

disporre anche della propria (di AB) partecipazione, qualora I. reperisse un terzo disposto ad acquistarle entrambe le partecipazioni (di maggioranza e di minoranza) ad uno stesso prezzo unitario.

AB, peraltro, accettando prima il patto parasociale e poi la clausola mirante *inter partes* allo stesso scopo empirico, non poteva ignorare che il risultato giuridico e pratico di tale accettazione era l'esposizione al potere di I. di forzare la co-vendita. Questa, infatti, è una condizione essenziale per operatori come I. (*merchant bankers* o *private equity funds*) per avere la certezza di non rimanere vincolati indefinitamente ad un determinato investimento e di poterne uscire comunque a valore di mercato, vendendo il tutto alternativamente o al terzo « esterno », che sia stato reperito dal maggioritario investitore professionale, o al minoritario interno, che sia disposto a « pareggiare » il prezzo (e dunque la valutazione imparziale che deve presumersi sottesa all'offerta) del terzo.

Parallelamente, non è credibile che I. abbia prima stipulato il patto parasociale e poi preteso la sua conversione in clausola statutaria al fine di proteggere il futuro interesse di un futuro terzo, anziché proteggere *ex ante* l'interesse proprio, immediato e incapsulato nel patto e nella clausola, ad assicurarsi la sicurezza di un *exit* quando lo avesse voluto e avesse trovato il terzo « giusto » per prezzo e condizioni.

Orbene, la ricostruzione della comune intenzione dei due protagonisti è agevolmente e perfettamente sussumibile nello schema del mandato a vendere e, in particolare, in quella variante di mandato, che è reso dalla legge irrevocabile perché l'incarico dato al mandatario è dato anche nell'interesse del mandatario stesso (mandato in *rem propriam*: art. 1723, comma 2°, c.c.). Ne consegue che, in capo a quest'ultima, sussisterà un potere di gestire congiuntamente tanto l'interesse proprio, quanto quello (in un caso come questo, omogeneo per natura e per volontà delle parti) del mandante.

In secondo luogo, la qualificazione come mandato a vendere dà un senso concreto e giuridicamente realizzabile a un patto che, se sussunto concettualmente sotto la fattispecie dell'opzione o del contratto a favore di terzo, non avrebbe possibilità di ricevere tutela giuridica e/o esecuzione.

Dunque, *in dubio* è il precetto stesso (di interpretazione oggettiva) posto dall'art. 1367 c.c. a imporre che la qualificazione come mandato sia accolta.

In terzo ed ultimo luogo, la disciplina del mandato è, in diritto italiano, una disciplina molto flessibile e di carattere generale, che ha vocazione ad applicarsi, integralmente o quanto meno con riferimento ai suoi più importanti principi, a tutte le situazioni nelle quali si ha gestione di interessi altrui (o di un interesse anche altrui congiuntamente al proprio), in virtù di uno specifico patto o anche soltanto perché sussiste una comunione di interessi o comunque un presupposto *ex lege* perché si abbia una gestione siffatta.

Il principio aureo che attraversa tutta la disciplina del mandato e della gestione a qualunque titolo di interessi altrui è che il soggetto che detiene il potere di gestire è comunque tenuto all'osservanza di obblighi *ex lege* di correttezza fiduciaria nell'esecuzione dell'incarico e nell'esercizio del suo potere; sicché qualificare *sub specie mandati* la clausola di *drag along* consente anche di escludere che essa apra la porta ad una inammissibile arbitrarietà insindacabile nell'esercizio del potere spettante alla maggioranza di gestire, assieme al proprio, anche l'interesse della minoranza.

A ben vedere si ha, in questo caso e grazie ai doveri fiduciari che gravano comunque *ex lege* su chi gestisce interessi altrui, una riproduzione, sul piano del potere di disporre dei rispettivi investimenti, dello stesso schema che spiega perché, sul diverso ma connesso piano della gestione dell'impresa in cui gli investimenti sono stati effettuati, la maggioranza abbia il potere di gestire, insieme al proprio, anche l'interesse della minoranza; ma sempre, *per principio inderogabile di legge*, senza che si possa escludere per patto il dovere di comportarsi secondo correttezza e buona fede, cioè, in questo caso, il dovere di comportarsi in coerenza con gli obblighi fiduciari, propri del mandatario.

Quali siano in ciascun caso concreto le specificazioni degli obblighi fiduciari incombenenti al mandatario è quesito da affrontare di volta in volta in rapporto al contenuto contrattuale dell'incarico, alla natura dell'affare e alle circostanze fattuali in cui l'incarico viene eseguito.

Nel caso di specie, la clausola *de qua* è costitutiva non già di un "mandato di esecuzione" — cioè di un mandato in cui sono predeterminati in modo specifico *ex ante* tutti gli elementi essenziali del negozio gestorio che il mandatario è autorizzato a compiere — bensì di un mandato a disporre con diligenza *quam suis* e nell'interesse anche dello stesso mandatario; un mandato, cioè, che affida al mandatario il compito di reperire non solo l'acquirente, ma anche di negoziare le condizioni e i termini del negozio gestorio da concludere con la controparte, avendo come sola indicazione espressa quella di non negoziare per il mandante condizioni meno favorevoli di quelle negoziate per sé. L'assenza in questo mandato a disporre di una predeterminazione specifica e dettagliata del contenuto del futuro negozio gestorio non lo rende nullo per indeterminatezza, così come non è nullo per indeterminatezza, ad esempio, il mandato ad amministrare un patrimonio, in ordine al quale sarebbe impraticabile, per non dire assurdo e contrario alla stessa utilità pratica del negozio, tentare di identificare in anticipo le specifiche operazioni di investimento e di disinvestimento da compiere nel corso del tempo in esecuzione dell'incarico di amministrare.

Invero, nell'uno come nell'altro caso (mandato ad amministrare e mandato a disporre della cosa del mandante assieme alla propria e alle stesse condizioni), si è di fronte non ad accordi con oggetto o prestazione indeterminata/o, bensì a contratti in cui è dedotta in obbligazione la diligenza (anziché un risultato pre-identificato); il che significa che la prestazione dovrà essere specificata e concretizzata attraverso il fare del mandatario debitore in modo conforme al criterio della diligenza e della buona fede, ossia, in definitiva, rispettando i doveri fiduciari di protezione dell'interesse del mandante nel negoziare e concludere il contratto gestorio esterno con il terzo.

In sintesi, ricostruito nei termini predetti (cioè, come scaturente da un mandato a disporre *in rem propriam* e con diligenza *quam suis*), il potere della maggioranza di ricercare il terzo e negoziare con lui le condizioni per la co-vendita anche della partecipazione della minoranza lascia alla maggioranza ampia libertà di ricerca e di negoziato nell'ambito della flessibilità consentita ai mandati di tipo "amministrativo", anziché di tipo meramente esecutivo. Tuttavia, tale libertà non è assoluta, perché al potere di gestire anche l'altrui interesse si accompagna necessariamente il dovere di farlo nel rispetto degli obblighi inderogabili di diligenza e buona fede, cui il mandatario è tenuto verso il mandante.

g) Sulla (non) idoneità del mandato incorporato nell'art. 11.4 dello statuto di

*T. a produrre effetti frustativi diretti e sulle conseguenze dell'adempimento/inadempimento di tale mandato.*

In diritto italiano alcune voci autorevoli della dottrina sostengono la tesi che il mandato a vendere è idoneo a produrre effetti traslativi diretti. Altrimenti detto, la conclusione "a valle" tra mandatario e terzo del negozio gestorio, avente ad oggetto le cose mobili del mandante di cui quest'ultimo ha autorizzato "a monte" la vendita, produrrebbe di per sé, se il mandato è stato correttamente adempiuto, il passaggio della proprietà dal mandante al terzo, senza bisogno di sovrapporre al negozio gestorio concluso un successivo negozio di attuazione, che coinvolga la cooperazione del mandante. Si tratta, tuttavia, di un orientamento non condivisibile e smentito dall'evoluzione di dottrina e giurisprudenza.

Invero, quanto meno in giurisprudenza sembra oggi senz'altro prevalente la tesi opposta, secondo cui il mandato a vendere di per sé — cioè, se non accompagnato da una procura che attribuisca al mandatario la rappresentanza — produce soltanto effetti obbligatori e dunque espone il mandante non al rischio della perdita involontaria della proprietà, bensì a quello di dover risarcire al solo mandatario (non al terzo) i danni per l'inadempimento dell'obbligo di dare attuazione al negozio convenuto dal mandatario con il terzo. Sul punto vi è l'avallo definitivo ed inequivocabile di una recente sentenza della Suprema Corte (Cass., 27 maggio 2003, n. 8393 in *Juris Data Giuffrè*, voce *Mandato e rappresentanza*; e v. anche Cass., 23 aprile 2001, n. 5981, in *Giur. it.*, 2002, 203).

L'Arbitro Unico non ritiene di doversi discostare da questo orientamento del giudice delle leggi.

Né, d'altronde, emergono nel caso di specie elementi concreti o indizi, che possano dar sostegno ad una ricostruzione dell'art. 11.4 come clausola costitutiva di un mandato con rappresentanza.

Certamente non è sufficiente, per concludere che, oltre al potere di gestire, è stato attribuito anche il potere di spendere il nome, invocare la circostanza che I. ha preteso di dare dignità di clausola statutaria a un patto, che prima era stato mantenuto sul piano soltanto parasociale,

La "statutarizzazione" del *drag-along* con prelazione riflette certamente un'intenzione comune di I. e di AB di rafforzare l'efficacia giuridica e pratica del patto sotto il profilo della sua trasparente conoscibilità e della sua opponibilità *erga omnes*. Dal tenore della clausola, tuttavia, non si ricava alcun indizio a favore di un'ipotetica intenzione comune di affidare alla maggioranza il potere di trasferire la partecipazione della minoranza per effetto soltanto di una propria determinazione negoziale e senza bisogno di richiedere e ottenere alcuna ulteriore manifestazione di volontà o comportamento cooperativo della minoranza,

La clausola va semmai nella direzione opposta, posto che prevede un termine relativamente lungo (120 giorni) per l'adempimento delle formalità di trasferimento congiunto tanto della quota maggioritaria quanto di quella minoritaria [cfr. art. 11.4, par. d)], e soprattutto fa obbligo ai soci di minoranza "di dare corso a tutti quegli adempimenti che fossero richiesti, al fine di consentire al Terzo Acquirente che abbia formulato l'offerta irrevocabile di acquisto di cui al punto (b) che precede, di procedere all'acquisto della loro Partecipazione sociale contestualmente all'acquisto della partecipazione di maggioranza" [(cfr. art. 11.4, par. e)].

Il tenore di questi due paragrafi d) ed e) dell'art. 11.4 rende evidente, ad avviso dell'Arbitro Unico, che la clausola è stata redatta muovendo dall'assunto

che il trasferimento non poteva avvenire senza la cooperazione negoziale della minoranza.

Ciò consente di escludere che nella clausola si possa ravvisare un mandato a vendere con potere (implicito) di rappresentanza e quindi tale da rendere autosufficiente il negozio gestorio al fine di produrre direttamente l'effetto del trasferimento della proprietà dalla minoranza al terzo.

*Ad abundantiam* si osserva che nel caso di specie il risultato del trasferimento diretto a DF della proprietà della partecipazione di AB oggetto di co-vendita non si potrebbe considerare verificato neppure se, per mero spirito argomentativo, si ritenesse degna di prevalenza la tesi favorevole a riconoscere al mandato a vendere idoneità traslativa intrinseca (a prescindere dal conferimento di procura).

Invero, nel caso di specie è la stessa natura del bene oggetto del mandato a vendere — cioè, azioni il cui trasferimento si perfeziona non con il solo accordo *inter partes*, ma con l'osservanza del regime di trasferimento dei titoli nominativi — che, di per sé, impedisce di ipotizzare una già avvenuta realizzazione dell'effetto traslativo per il solo fatto che maggioranza e terzo abbiano “chiuso” il loro accordo; e sono gli stessi sostenitori delle tesi dell'effetto traslativo diretto ad escludere che tale effetto possa prodursi quando, anziché cose mobili “ordinarie”, il mandato a vendere abbia ad oggetto beni (come gli immobili, i mobili registrati o le azioni), il cui regime di circolazione esclude la scienza del mero operare del principio consensualistico al fine di completare la fattispecie traslativa.

Né, infine, può essere tralasciata la considerazione che anche per i sostenitori della tesi dell'efficacia traslativa diretta del mandato a vendere il prodursi dell'effetto traslativo è condizionato al corretto adempimento del mandato, sicché, a ben vedere, non la mera conclusione del contratto tra mandatario e terzo, bensì l'impeccabilità del comportamento del mandatario verso il mandante nell'eseguire l'incarico è l'elemento senza il quale, a fini traslativi, il potere di disporre del mandatario si rivela, in ultima analisi, privo di autosufficienza.

Conclusivamente sul punto, l'Arbitro Unico si pronunzia nel senso che l'art. 11.4 — pur essendo clausola valida e costitutiva di un mandato a vendere rilasciato dalla minoranza alla maggioranza — ha effetto soltanto *inter partes* e non può comunque produrre il trasferimento della proprietà, ma solo dar luogo all'obbligo della minoranza di corrispondere alla maggioranza il risarcimento del danno, qualora il mandato sia stato correttamente adempiuto dalla maggioranza mandataria e la minoranza mandante non cooperi alla realizzazione del negozio di attuazione, al male, pur non essendo tenuta nei confronti del terzo, è invece tenuta nei confronti della maggioranza mandataria.

La conclusione testé enunciata mette in luce l'importanza centrale dell'accertamento sul punto se I. e AB abbiano, rispettivamente, adempiuto o non adempiuto agli obblighi che erano propri di ciascuna quali controparti nel mandato a vendere incorporato nell'art. 11.4 dello statuto di T.

Invero, ferma restando la già rilevata inidoneità della clausola a realizzare in favore di DF il trasferimento diretto della titolarità delle azioni di AB, sarà questo — sarà, cioè, l'esito del giudizio sull'adempimento o inadempimento dell'una o dell'altra nel rapporto di mandato — il criterio decisivo per accogliere o respingere le domande ed eccezioni che restano da esaminare.

*h) Sulla fondatezza dell'exceptio doli generalis seu praesentis sollevata da AB.*

Conviene ora prendere in esame un'eccezione di ampia portata, formulata da

AB al fine di paralizzare le domande di I., sostenute dall'intervento di DF, per l'ipotesi in cui le stesse non fossero travolte dalla (qui giudicata inaccoglibile) declaratoria di nullità dell'art. 11.4.

L'eccezione invocata è quella di dolo generale, che dai tempi del diritto romano è un rimedio tipicamente giurisprudenziale contro l'abuso del diritto e che continua a rimanere rimedio non codificato in alcuna norma generale del nostro codice civile, anche se la sua *ratio* è sottesa a un certo numero di norme specifiche del codice stesso.

Il modo in cui AB prospetta questa eccezione è certamente molto ricco e colorito, ma altrettanto certamente non brilla per chiarezza: più precisamente, molti sono i fatti prospettati come scorretti, ma manca una specifica allegazione che illustri quali di questi fatti, se provati, sorreggerebbero l'eccezione di dolo idonea a paralizzare le domande fatte valere in questo procedimento.

Nonostante ciò e nonostante l'opposizione manifestata dalla parte attrice e da quella interveniente, l'Arbitro Unico ha ammesso le prove orali richieste da AB a questo titolo; e ciò perché è notorio che per l'eccezione di dolo generale la prova documentale non può essere affatto o può essere solo raramente data ed è, invece, solitamente decisiva o illuminante la verifica dei fatti-comportamenti tramite l'audizione dei protagonisti.

Ovviamente, qualora le risultanze dell'istruttoria su questa eccezione avessero messo in luce un intento doloso sotteso al comportamento tenuto da I. nel negoziare con DF le condizioni di co-vendita (ad esempio, pattuendo condizioni irrealizzabili da AB per provocarne l'uscita forzosa e per successivamente prenderne il posto, grazie a un preconcordato rientro nel capitale come nuovo azionista di minoranza), l'inadempimento di I. ai propri obblighi fiduciari sarebbe stato dimostrato *in re ipsa* e ogni pretesa di I. alla stregua della clausola di *drag-along* risulterebbe per ciò stesso inaccoglibile.

In esito all'istruttoria, tuttavia, l'Arbitro Unico non ha ravvisato nel comportamento di I. elementi o indizi di dolo o di frode in danno di AB.

Sul punto occorre premettere che l'Arbitro Unico considera estranei al *thema decidendum* di questo arbitrato alcuni fatti che, pur emersi in istruttoria, si collocano in un contesto temporale anteriore a quello che rileva in questo procedimento.

Il riferimento è agli scontri tra personalità, contrasti di gestione e conflitti pratici e giuridici, che hanno preceduto la fase in cui I., avvalendosi dell'art. 11.4 — o, più esattamente, contando sulla sua interpretazione dell'art. 11.4 — ha coltivato o assecondato la prospettiva di “uscire” dall'investimento in T. grazie all'accordo con DF stipulato con occhio rivolto alla tecnica di *drag along*.

È soltanto questa seconda fase, che inizia dal settembre-ottobre 2007, a costituire, ad avviso dell'Arbitro Unico, il contesto temporale rilevante ai fini della valutazione dell'eccezione di dolo: è, infatti, da questo momento in avanti che si può ipotizzare un abuso da parte di I. nell'esercizio del potere (*ex mandato*) di co-vendita della partecipazione minoritaria. Prima di questa fase, invece, gli eventi cui è stato fatto riferimento sono utili, al più, a provare il clima che ha indotto o facilitato lo sbocco della vicenda verso la negoziazione, formulazione ed accettazione della Proposta Irrevocabile; ma si tratta di eventi che, a giudizio dell'Arbitro Unico fondato sulle risultanze istruttorie di questo procedimento, non sono idonei a configurare una sorta di unico e doloso disegno espropriativo, che sarebbe



iniziato con la « chiamata » del Dott. M. e si sarebbe consumato con la negoziazione e l'accettazione della Proposta Irrevocabile.

Va circoscritto, dunque, al periodo che inizia dal settembre-ottobre 2007 e che culmina con l'accettazione da parte di I. della Proposta Irrevocabile di DF l'arco temporale rilevante ai fini della valutazione se I. abbia abusato della sua posizione esponendosi all'*exceptio doli generalis* di AB. Ebbene, con riferimento a questo periodo — il solo rilevante ai fini di questo arbitrato — l'Arbitro Unico non ha tratto né dalle risultanze istruttorie, né dalle contrapposte allegazioni nelle difese la conclusione che l'eccezione *de qua* debba o possa essere accolta.

È certamente vero ed evidente che I. ha perseguito l'obiettivo di « uscire » dal suo investimento e di massimizzare (alternativamente con la vendita e co-vendita a DF o in negoziati diretti con AB) il ricavo estraibile da tale uscita.

È, inoltre, credibile che le contestazioni sul *preferred return* previste nel patto parasociale contestato da AB abbiano aumentato la voglia di *exit* e condizionato il negoziato con DF (nonché i tentativi di negoziato con AB).

È, infine, possibile che nel negoziato con DF, I. abbia riservato attenzione privilegiata al proprio interesse a disinvestire e non abbia preso in altrettanto privilegiata considerazione l'interesse di T., quale valutato da AB: l'interesse, cioè, a una gestione di T., che fosse fedele a scelte industriali in continuità con il passato, anziché a una gestione, quale quella che sarebbe derivata da una cessione del 100% di T. a DF e che avrebbe presumibilmente condotta a modifiche più o meno radicali dell'assetto di T. in vista della sua integrazione con altre realtà produttive controllate dagli azionisti di DF.

Tutto questo, però — e, in particolare, la preferenza in ipotesi data da I. al proprio interesse all'*exit* rispetto all'asserito (da AB) interesse di T. come impresa in sé — non è dolo, ma solo manifestazione o conseguenza di una diversità tra gli interessi propri di I. e quelli di AB; diversità che rivela semmai un conflitto di visioni, obiettivi e/o culture, non un illecito conflitto d'interessi in senso tecnico-giuridico.

Né può ritenersi meritevole di accoglimento il tentativo di AB di provare l'asserita artificiosità del contratto concluso da I. con DF offrendo la prova che, qualche tempo dopo l'accettazione della Proposta Irrevocabile e a crisi già esplosa, I. era disposta ad offrire ad AB per la partecipazione detenuta da quest'ultima una somma (Euro 8 milioni) nettamente superiore a quella (40% di Euro 16 milioni, cioè Euro 6,4 milioni) pagabile ad AB in base alla co-vendita forzata, maggior somma che secondo AB, avrebbe reso inverosimilmente rovinosa per I. l'uscita da T. (considerando anche l'effetto che avrebbe avuto l'esercizio dell'opzione per l'acquisto di T. Servizi per 5 milioni di Euro); dal che si dovrebbe dedurre l'impossibile genuinità della Proposta Irrevocabile e della sua accettazione.

Al riguardo sembra all'Arbitro Unico dato di comune esperienza che i tentativi di uscire da una situazione, che sia bloccata da aspri dissidi e da un difficile contenzioso, sono normalmente indicativi non già di un dolo sotteso, bensì di un comprensibile interesse pratico a non rimaner prigionieri di un contesto di disagio, il che agevolmente spiega la conseguente disponibilità *ad esplorare* vie d'uscita alternative o diverse. Il fatto che possa essere stato offerto da I. a AB un aumento di prezzo, pari al 10% dell'intera valutazione data a T. nella Proposta Irrevocabile accettata, non appare all'Arbitro Unico costituire una circostanza che, quand'anche provata, rivelerebbe un dolo di I., vuoi « solitario », vuoi concertato

con DF (nei cui confronti I. poteva ritenere di essere esposta ad una responsabilità pari o superiore all'aumento di prezzo ipoteticamente offerto a AB).

Conclusivamente sul punto, l'Arbitro Unico ritiene infondata in fatto l'eccezione di dolo generale sollevata da AB e conseguentemente la rigetta.

*h) Sulla compatibilità o incompatibilità delle condizioni negoziate ed accettate tra I. e DF con gli obblighi fiduciari della prima verso AB e sulla idoneità o non idoneità della denunziatio a far decorrere il termine per l'esercizio del diritto di prelazione.*

Tra le parti vi è stato acceso dibattito sul punto se tutto il contenuto del contratto concluso con l'accettazione da parte di I. della Proposta Irrevocabile di DF poteva legittimamente essere imposto ad AB (come regolamento alternativa della co-vendita forzata o della prelazione) o se invece il contenuto di tale contratto presentava anomalie, che inficiavano la legittimità della sua imposizione ad AB.

La tesi di I. e DF è, fondamentalmente, che nel *drag along* il minoritario deve prendere *tel quel* il contratto concluso dal maggioritario a condizioni eguali per le due quote, salvo soltanto (come lealmente ammesso, specie nella discussione finale) il limite dell'abuso; ad esempio, salvo il caso di ristorni illeciti o altri vantaggi speciali convenuti tra maggioritario e terzo, senza che il minoritario ne sia edotto e chiamato a dividerli, ovvero salvo il caso in cui maggioritaria e terzo inseriscano nel loro accordo condizioni che rendano impossibile o particolarmente gravoso l'esercizio alternativo della prelazione da parte del minoritario (ad esempio, includendo in tale accordo l'obbligo di dare o ricevere un bene infungibile, che il minoritario non può procurarsi, se l'accordo ne prevede la dazione, o non ha interesse a ricevere, se l'accordo ne prevede l'acquisto a un prezzo significativo).

Poste queste premesse, le difese di I. e di DF si focalizzano in concreto su una tesi: atteso che tutte le indicazioni incluse nel contenuto della Proposta Irrevocabile accettata sono conformi alla prassi di mercato e oggettivamente "prezzabili" (cioè, suscettibili di agevole traduzione in termini monetari), il rischio di abuso è escluso, AB è stata legittimamente posta davanti all'alternativa se subire la co-vendita a quelle condizioni o esercitare la prelazione a quelle condizioni e, poiché non ha esercitato tempestivamente e correttamente la prelazione, essa ha venduto o è tenuta a vendere.

AB sostiene, invece, che le condizioni erano anomale sul piano sostanziale; non solo, ma lamenta anche che la configurazione della Proposta Irrevocabile accettata come contratto per persona da nominare è lesiva del diritto di AB, in quanto beneficiaria della prelazione, di conoscere esattamente l'identità del terzo potenziale acquirente e per ciò stesso priva la *denuntiatio* del contratto stipulato tra I. e DF dell'efficacia, idonea a far scattare il decorso del termine per l'esercizio della prelazione. Sul punto AB fa valere, oltre che le proprie allegazioni, anche le pronunce favorevoli a questa tesi ottenute, in sede cautelare, di fronte al Tribunale di Milano nei già citati provvedimenti *ex art. 700 c.p.c.* e in quello di diniego di sequestro giudiziario richiesto da DF.

L'Arbitro Unico ritiene conveniente affrontare separatamente e per primo il tema della legittimità sostanziale delle condizioni sostanziali della Proposta Irrevocabile accettata e solo successivamente quello della compatibilità formale di un contratto per persona da nominare con la disciplina della prelazione nello statuto di T.

Sulla questione sostanziale, l'Arbitro Unico ritiene che solitamente condizioni conformi alla prassi di mercato e assenza di abuso tenderanno a coincidere; sicché il più delle volte sarà vero quanto affermano I. e DF: il minoritario, che ha direttamente accettato (come nel caso di specie) o che "trova" comunque nello statuto della società di cui entra a far parte una clausola di *drag along* è costretto a prendersi *telles quelles* le condizioni di alienazione al terzo — sia per quanto attiene al prezzo in senso stretto, sia per quanto attiene alle pattuizioni complementari (quali le dichiarazioni e garanzie) — che siano state convenute tra il maggioritario e il terzo.

Questa, tuttavia, è una previsione di probabile coincidenza tra prassi e regola di diritto; non è, invece, un giudizio che implica sostituzione della regola di diritto con qualsivoglia contratto tra maggioritaria e terzo di cui si affermi la conformità alla prassi.

La regola di diritto è che, trovandosi a gestire l'interesse anche del minoritario, il maggioritario non può rimettere al terzo la determinazione del come egli maggioritaria deve adempiere ai suoi obblighi fiduciari. Ne consegue che non è necessariamente "*juste*" per il minoritario tutto ciò che è "*contractuel*" tra il maggioritario e il terzo; è "*juste*" ciò che il maggioritario convenga con il terzo, rispettando il suo obbligo fiduciario verso il minoritario.

Altrimenti detto: nessuna effettiva o sedicente conformità ad una prassi di mercato può in anticipo esonerare chi gestisce interessi altrui dagli obblighi fiduciari e dagli obblighi di tenere un comportamento conforme a buona fede oggettiva; il che implica anche che è vano tentare di argomentare che in base ad una pattuizione *ex ante* l'una o l'altra parte può sottrarsi al rischio che il suo comportamento venga successivamente assoggettato ad una valutazione in concreto alla stregua del parametro della buona fede oggettiva.

Nel caso di specie l'Arbitro Unico condivide molte delle considerazioni avanzate dalla parte attrice e da quella interveniente in ordine alla conformità alla prassi e alla parallela non abusività di pressoché tutte le condizioni (diverse dal prezzo) pattuite nella Proposta Irrevocabile accettata.

Tuttavia, ciò non è sufficiente a far prevalere in concreto la tesi che esse sostengono.

Al riguardo, l'Arbitro Unico inizia con l'osservare che, pur non essendo stato valorizzato nelle difese, vi è un argomento testuale, ricavabile dallo statuto di T., che enunzia un principio direttivo per la soluzione delle incertezze che possono sorgere quando il corrispettivo offerto dal terzo, da comunicare agli altri soci per l'esercizio della prelazione, non sia "*costituito integralmente da denaro*".

Il riferimento è all'art. 11.3 (a), il quale significativamente stabilisce che è onere del socio che aspira a trasferire la sua partecipazione al terzo operare la quantificazione monetaria dell'offerta ricevuta e comunicare questa quantificazione in numerario ai prelazionari come prezzo al quale la prelazione può essere esercitata, senza di che la comunicazione non è efficace e la cessione al terzo non può avvenire, perché si considera frustrata la possibilità di esercizio della prelazione.

È vero che tutte le parti in causa sembrano concordemente ritenere che questa previsione dell'art. 11.3 (a) si applichi soltanto al caso di cessioni interamente non monetarie (ma la clausola sembra dire il contrario: perché sia applicabile, sembra letteralmente sufficiente che anche una parte modesta dell'offerta

proveniente dal terzo non sia in denaro). L'Arbitro Unico, comunque, ritiene che la previsione abbia una rilevanza anche nel caso di specie, in quanto indica se non altro che quanto più un'offerta del terzo contiene elementi non monetari; tanto più essa attrae il principio che pone a carico del cedente l'onere di consentire la prelazione, monetizzandola; e soprattutto indica che nel conflitto tra l'interesse del cedente a trasferire e la certezza che deve essere data al prelazionario in punto di esatta misurabilità di quanto gli costerebbe esercitare la prelazione, è il secondo interesse (quello all'esercizio della prelazione), non il primo (quello alla circolazione della partecipazione) ad essere contrattualmente preferito.

In secondo luogo suscita qualche perplessità la condizione in virtù della quale, prescrivendosi tanto al venditore spontaneo (il maggioritario) quanto al venditore forzoso (il minoritario) la rinuncia ai crediti derivanti da finanziamenti versati alle società in proporzione alle rispettive partecipazioni, in concreto si impone al minoritario, che in ipotesi non eserciti la prelazione, la rinuncia alla propria quota di credito; il che, a prima vista almeno, appare difficilmente compatibile con l'oggetto della co-vendita forzosa (costituito dalle azioni, non dai crediti) e del pari difficilmente compatibile con il principio che vieta di introdurre nel contratto sociale obblighi (frequenti e leciti, invece, nei patti parasociali) di effettuare nuovi conferimenti o nuovi apporti — o, il che è lo stesso, rinunzie a crediti — a favore della società.

Ammesso anche che queste perplessità siano in definitiva superabili, rilevando che, in sostanza, il valore di questi crediti è, economicamente, già capitale e come tale riflesso nel prezzo delle azioni soggette alla co-vendita, residua comunque l'ostacolo di un'altra condizione, in ordine alla quale l'Arbitro Unico ritiene che l'illegittimità — nel senso di carenza del potere della maggioranza di disporre e violazione dei propri obblighi nel farlo — è sicura e insuperabile.

Il riferimento è alla condizione, che prescrive l'obbligatoria rinuncia alle azioni di responsabilità contro amministratori e sindaci di T. e l'obbligatoria manleva a loro favore, allo scopo di blindare ulteriormente la loro sostanziale immunità.

L'Arbitro Unico non è impressionato dalla sommatoria astratta dei tetti previsti per queste "garanzie": il principio indennitario vieterebbe comunque alla società (cioè, in futuro al suo socio unico o alla maggioranza o minoranza che si formassero dopo la ricostituzione della pluralità) di recuperare più di quanto fosse dimostrato essere il "*quantum*" del danno effettivamente subito dalla società.

L'Arbitro Unico avverte, invece, l'impossibilità di superare, in nome dell'argomento "prassi di mercato", l'innegabile constatazione dello scopo e dell'effetto esclusivamente pro-maggioritario della condizione in parola e correlativamente dello scopo e dell'effetto esclusivamente anti-minoritario della stessa.

Non si può certo sostenere che sia stato l'acquirente prospettica — DF — a imporre una clausola volta ad impedire a se stessa di agire in responsabilità contro precedenti amministratori e sindaci di T. e ad imporre a se stessa un obbligo di manie va a loro favore,

Neppure si può argomentare che la condizione sia stata posta a tutela dell'interesse della società: in diritto è manifestamente vero l'opposto e non v'è bisogno di dilungarsi a spiegare che, in termini sostanzialistici, la condizione semmai è idonea ad arrecare potenziale pregiudizio ai creditori, cioè ai soggetti

concreti di cui la legge maggiormente si preoccupa quando distingue tra patrimonio della società e diritti e interessi dei singoli soci.

Nel caso di specie la sola spiegazione possibile della previsione delle predette rinunzie e manleve è l'interesse della maggioranza ad imporre comunque alla minoranza, qualora questa volesse esercitare la prelazione, una rinunzia a danno di quest'ultima e a proprio vantaggio.

Né, si badi, varrebbe opporre che i beneficiari veri sono le persone fisiche, che altrimenti sarebbero lasciate "indifese" contro il rischio non tanto di civili contestazioni, quanto di aggressioni vendicative.

L'obiezione sarebbe psicologicamente comprensibile, ma non persuasiva.

È vero che la maggioranza ha negoziato con e ha ottenuto dal terzo la rinunzia e la manleva a beneficio degli amministratori e sindaci in parallelo con quella che vorrebbe imporre alla minoranza in virtù del suo accordo con lui. Tuttavia, l'effetto ultimo di questo negoziato non è quello di azzerare a beneficio di amministratori e sindaci il potenziale rischio cui sarebbero esposti i loro patrimoni in caso di azioni di responsabilità, bensì quello (sperato dalla maggioranza) di sottrarsi all'obbligo, giuridico o morale, di doverli tenere indenni contro la possibile, altrui contestazione giudiziaria di comportamenti tenuti in allineamento con i propri (della maggioranza) desiderata: è a tal fine che la maggioranza si propone di bloccare non solo il terzo, ma anche e soprattutto la minoranza che si determinasse ad esercitare la prelazione. Invero, qualora l'intento della maggioranza fosse soltanto quello di proteggere i soggetti da lei prescelti per rivestire le cariche sociali, sarebbe sufficiente prevedere, fuori dal rapporto con il terzo traslabile sul minoritario, una altrettanto generosa manleva. Ma la maggioranza, negoziando e ottenendo rinunzie e manleve, protegge in primo luogo e fondamentalmente se stessa e lo fa con quello che gli americani chiamerebbero un *cram-down* (inghiottimento forzato) a spese della minoranza soggetta a co-vendita e tentata alternativamente dalla prospettiva della prelazione. Insomma, l'interesse della minoranza non è affatto coordinato con quello della maggioranza e gestito congiuntamente in modo fiduciarmente corretto: esso è soltanto sacrificato a quello della maggioranza.

L'Arbitro Unico non ignora né chiude gli occhi davanti alle ragioni pratiche di efficienza operativa, di bisogno di sicurezza nell'entrata e nell'uscita in e da diverse opportunità di investimento nonché di tranquillità economica e psicologica dei *managers*, che inducono gli investitori istituzionali a invocare ed applicare la prassi delle rinunzie e manleve in sede di trasferimenti di pacchetti maggioritario totalitari di azioni.

Ma la prassi non è di per sé diritto né soprattutto lo abroga: invocare la prassi, dunque, non vale a convertire in legittimo ciò che non è giustificabile sul piano fiduciario.

Ancora e più specificamente: non si può ignorare la differenza che intercorre tra terzo acquirente, che negozia direttamente per sé e in prima persona tutte le condizioni del suo acquisto (incluse le rinunzie e le manleve che il venditore gli chiede), e il minoritario acquirente in virtù della prelazione, che sa di aver accettato la — o comunque sa di essere assoggettato alla — alternativa tra subire la co-vendita o esercitare la prelazione alle condizioni negoziate dalla maggioranza, ma non può essere considerato come firmatario di un biancosegno rispetto a condizioni che proteggano, a sue spese, solo l'interesse della maggioranza.

L'Arbitro Unico conclude su questo punto che I., negoziando e "accettando" una condizione posta esclusivamente nel suo interesse e lesiva dell'interesse di AB, ha violato gli obblighi che le incombevano in qualità di mandato alla stregua dell'art. 11.4 dello statuto di T.

La conclusione testé raggiunta apre uno degli ultimi interrogativi cui si deve dare risposta in questo procedimento.

L'interrogativo è se l'illegittimità della condizione concernente le rinunzie e le manleve in ordine alle azioni di responsabilità è di per sé fonte soltanto o di auto responsabilità per I. ex art. 1711, comma 1°, c.c. (l'atto compiuto in eccesso di mandato resta a carico del solo mandatario), o di sua potenziale responsabilità risarcitoria per inadempimento, senza peraltro pregiudicare, sotto ogni altro profilo, la validità e l'efficacia della *denuntiatio* trasmessa a AB; ovvero se tale illegittimità costituisce inadempimento di per sé idoneo a paralizzare l'efficacia della *denuntiatio* e a giustificare l'*exceptio inadimpleti* nel rapporto di mandato.

L'Arbitro Unico è dell'avviso che è la stessa conclamata (da I. e DF) inscindibilità e immodificabilità delle condizioni contenute nel contratto tra l'attrice e l'interveniente ad escludere che la convenuta possa modificare e/o espungere una o più condizioni del contratto medesimo ai fini dell'esercizio del proprio diritto di prelazione (e per questa ragione l'Arbitro Unico ritiene irricevibile il sedicente esercizio della prelazione a condizioni modificate da parte di AB). Parallelamente, l'Arbitro Unico ritiene anche che non si possa addossare ad AB l'onere di dover scegliere tra subire la co-vendita o esercitare la prelazione sulla base del contenuto di un altrui contratto, nel quale è presente una pattuizione che tradisce o eccede il mandato e che comunque non gli è opponibile,

Ne consegue che l'inadempimento di I., per un verso, fa sì che AB non sia comunque tenuta, nei confronti del mandatario, a dare attuazione ad un mandato che il mandatario non ha correttamente adempiuto è, per altro verso, priva comunque di efficacia quella *denuntiatio*, che verte su un contratto con condizione *contra legem* e inopponibile, non potendosi consentire nel nostro ordinamento che un inadempimento sia "premiato" dal maturarsi di effetti favorevoli all'inadempiente.

Questa conclusione consente di ritenere assorbita anche l'ulteriore problematica, aspramente dibattuta tra le parti, in punto di regolarità/irregolarità formale della *denuntiatio* sotto il profilo delle implicazioni connesse alla configurazione della Proposta Irrevocabile (accettata) come contratto per persona da nominare.

Ancorché ne sia venuta meno la stretta necessità ai fini del decidere, l'Arbitro Unico osserva sul punto quanto segue.

In termini generali, è da condividere la tesi secondo cui, ai fini della scelta tra subire la co-vendita o esercitare la prelazione, il beneficiario di quest'ultima ha diritto di conoscere l'identità precisa di colui rispetto al quale può pretendere di essere preferito.

L'argomento secondo cui l'alternativa tra acquistare il 100% del capitale o cessare di essere socio per effetto della co-vendita elimina l'interesse del prelazionario a conoscere l'identità di chi verserà integralmente per contanti, in qualità di acquirente, il corrispettivo per il trasferimento della partecipazione co-venduta non convince per almeno due motivi.

In primo luogo, l'esercizio di una facoltà è un atto di autonomia privata insindacabile, che il titolare della facoltà si può determinare a compiere (o a non

compiere) per i più diversi motivi, che egli non è tenuto a giustificare ma che possono includere anche interessi non patrimoniali o valutazioni morali. È pertanto possibile, tutelabile e non sindacabile (salvo sempre il limite dell'abuso di diritto) l'interesse del prelazionario, ad esempio, ad esercitare il diritto di prelazione se il terzo aspirante acquirente è un imprenditore noto per certi orientamenti ideologici o professionali, diversi da quelli del prelazionario e che gli facciano temere drastiche riduzioni del personale e scelte contrarie alla storia dell'azienda, e non esercitarlo, invece, se a proporsi per l'acquisto sia un terzo con orientamenti affini ai propri (del prelazionario). Insomma, il prelazionario non è assimilabile a un debitore ceduto, cui la legge non consente di far valere un preteso interesse a pagare al vecchio debitore cedente anziché al nuovo creditore cessionario. Al debitore non è consentito "scegliere" il creditore verso cui adempiere; al titolare di un diritto o facoltà, invece, non si può sottrarre una prerogativa (quella di conoscere l'identità dell'aspirante acquirente) che il contratto (in questo caso, lo statuto) prevede a suo favore. Il prelazionario, insomma, ha una facoltà di scelta "a carte scoperte", che non è eliminabile attraverso la sostituzione della identificazione in anticipo del terzo aspirante acquirente con la messa a disposizione, in sostanza, di un pagamento anonimo, ancorché "certo" e contestuale al trasferimento.

In secondo luogo, non è neppure vero che, in caso di pagamento per contanti all'atto del trasferimento del 100% delle azioni, sia del tutto irrilevante per il minoritario assoggettato a co-vendita forzata conoscere in anticipo l'identità dell'acquirente, stante l'assenza di rischio in ordine all'incasso contestuale della totalità del prezzo.

In astratto, il terzo nominando potrebbe essere un incapace o un già insolvente, le cui operazioni pre-fallimentari potrebbero essere successivamente colpite da revocatoria, ovvero qualcuno, sulla cui legittimazione attuale o futura ad acquistare potrebbero gravare ostacoli o divieti. Sempre in astratto, quindi, non è vero che ogni pagamento in contanti all'atto del trasferimento sia un pagamento sicuro e non ripetibile, che di per sé azzeri l'interesse del futuro *accipiens* a conoscere l'identità del futuro *solvens*.

Ciò detto, rimane pur sempre vero che la *denuntiatio* di un contratto per persona da nominare, comunicata al prelazionario, non può essere da quest'ultimo semplicemente ignorata per il solo fatto di essere viziata da incertezza su una componente rilevante dell'informazione dovuta. Un comportamento meramente astensivo del prelazionario — quand'anche ispirato dalla convinzione soggettiva dell'inefficacia della *denuntiatio* priva della specifica identificazione del terzo — sarebbe, si ritiene, comportamento produttivo di una sorta di *Verwirkung*, cioè di una decadenza per contrarietà dell'inerzia a buona fede.

Non potrebbe aversi, cioè, né una sospensione a tempo indeterminato dell'efficacia della *denuntiatio* incompleta, né una sua radicale e genetica inidoneità a produrre effetti: il comportamento meramente astensivo del prelazionario ben potrebbe valere, in relazione alle circostanze, come dichiarazione per fatto concludente di non essere interessato alla prelazione e quindi come dichiarazione incompatibile con la volontà di esercitarla.

Nel caso di specie, comunque, non è ravvisabile una passività o inerzia di AB, tale da poter giustificare, quand'anche soltanto in via di mera ipotesi, un accertamento di decadenza a suo carico dal diritto di esercitare la prelazione; fermo

restando, comunque, che: (i) non è necessaria su questo punto una specifica pronunzia, essendo assorbente la conclusione cui si è già pervenuti sull'inefficacia verso AB, per motivi sostanziali, del contratto oggetto della *denuntiatio* e, conseguentemente, della stessa *denuntiatio*; e (ii) non è comunque esercitabile da AB un sedicente diritto di prelazione a condizioni modificate da AB e parzialmente diverse da quelle contenute nella *denuntiatio* inefficace eseguita da I..

(*Omissis*)

2) nel merito, respinge tutte le domande dell'attrice I. e dell'interveniente DF;

3) sempre nel merito, accoglie le domande di AB limitatamente all'accertamento della inopponibilità a AB del contratto nascente dall'accettazione da parte di I. della proposta irrevocabile emessa da DF e conseguentemente accerta e dichiara l'inefficacia della comunicazione di tale contratto e di tale proposta e pertanto la loro inidoneità a produrre gli effetti di cui all'art. 11.4 dello Statuto di T., rimanendo assorbita in questa pronunzia di accoglimento anche la pronunzia sulla concorrente domanda formulata da AB allo stesso fine ma al diverso titolo, meglio illustrato in motivazione, di mancata identificazione specifica del terzo aspirante acquirente.

#### (1-2) Clausola di co-vendita (*drag-along*) ed "equa" valorizzazione dell'azione

SOMMARIO: 1. Il contesto fattuale e la clausola statutaria *drag-along*. — 2. Meritevolezza dell'interesse dedotto nella clausola. — 3. Diritto di co-vendita e riscatto. La massima del consiglio notarile di Milano sulle clausole *drag along* e l'equa valorizzazione. — 4. Illegittimità dell'effetto espropriativo e struttura della clausola. Preliminare a favore di terzo con prezzo determinato *per relationem* o mandato a vendere. L'equa valorizzazione non si identifica con il valore da riconoscere in caso di recesso. — 5. Potenziale iniquità delle condizioni offerte dal terzo che soddisfano l'esclusivo interesse del socio maggioritario. Onere nella negoziazione dell'offerta del terzo. — 6. L'*exceptio doli*. L'azionista individuato e la categoria azionaria.

1. Il lodo che si commenta conclude una vicenda giudiziaria cautelare, i cui provvedimenti sono stati commentati (1), o riportati, nella quale si è discusso della

(1) Trib. Milano, (ord.) 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 1373 ss., con nota di DI BITONTO, per il quale sarebbe condizione di validità della clausola *drag-along* che non si determini un effetto espropriativo della differenza tra il valore effettivo delle azioni alienande e il valore convenzionalmente fissato per il loro trasferimento, ciò che dovrebbe garantire almeno il valore che gli sarebbe spettato in caso di recesso, determinato secondo quando stabilito nell'art. 2437-ter, commi 2° e 4°, c.c. La stessa vicenda che ha dato origine al lodo in commento ed alla ordinanza ora menzionata aveva visto anche un provvedimento in Trib. Milano, (ord.) 7 gennaio 2008, ined.; v. ora anche DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag along")*, in questa *Rivista*, 2009, I, 174 ss., che ho potuto leggere in dattiloscritto per la cortesia dell'autore, sostanzialmente nel senso della validità della clausola. L'ordinanza del gennaio 2008 respinge l'eccezione di invalidità di una clausola *drag-along*, per effetto della quale il socio "di minoranza" (così in statuto), deve vendere le proprie azioni al terzo offerente, a prescindere dalla congruità del prezzo offerto, rimanendo così esposto alla determinazione del potenziale acquirente, sia perché la clausola è prevista insieme ad una clausola di prelazione sia perché essa sarebbe parasociale, pur essendo inserita in statuto. L'ordinanza conferma un precedente provvedimento favorevole al socio di minoranza perché la *denuntiatio* era incompleta, mancando l'indicazione dell'acquirente, e *prima facie* abusiva e



validità della clausola *drag-along*, o clausola di co-vendita, frequentemente inclusa in patti parasociali e più di recente diffusa anche negli statuti (2). A questa clausola si accompagnava in concreto la possibilità che il socio di minoranza subentrasse nell'offerta ricevuta da parte del terzo e acquistasse le azioni del socio di maggioranza.

La clausola presenta, rispetto alla tipologia diffusa in caso di *joint venture*, una particolarità: essa non si applica a tutti i soci ma è strutturata in modo asimmetrico tra socio di maggioranza e soci di minoranza. Per quanto è possibile capire, peraltro, la clausola si applicherebbe a tutti i soggetti che si trovassero nella situazione di soci di maggioranza o di minoranza.

La soluzione favorevole alla validità della clausola, ma sfavorevole a chi la invocava, si presenta come equilibrata, condivisibile (3) e arriva all'esito di un procedimento argomentativo molto articolato. Su un punto il lodo è piuttosto *tranchant*: non viene preso in considerazione l'argomento della violazione del principio di uguaglianza

contraria a buona fede, prevedendo condizioni contrattuali ancillari irraggiungibili dal socio di minoranza (rinuncia all'azione di responsabilità ed a crediti verso la società) ed opzione di acquisto sulle quote di altra società, presumibilmente controllata.

(2) La clausola dello statuto, a quanto risulta, recitava che: "qualora il socio di maggioranza dovesse procedere alla cessione dell'intera propria partecipazione sociale (Partecipazione di maggioranza), lo stesso avrà il diritto di offrire in vendita al terzo acquirente (Terzo acquirente) la Partecipazione sociale (Partecipazione di minoranza), insieme alla Partecipazione di maggioranza ad un prezzo unitario per azione identico a quello offerto per la cessione della Partecipazione di maggioranza. A tal fine si applicheranno le seguenti previsioni: a) qualora il socio di maggioranza ottenga da un potenziale Terzo Acquirente una manifestazione di interesse ad acquistare una partecipazione sociale uguale o superiore alla partecipazione di maggioranza, il socio di maggioranza avrà altresì il diritto di offrire al predetto Terzo Acquirente anche la possibilità di acquistare l'intera Partecipazione di Minoranza, allo stesso prezzo (per azione) e alle stesse condizioni offerte dal socio di maggioranza; b) nel caso in cui il Terzo Acquirente decida di acquistare anche la partecipazione di minoranza e pertanto formuli un'offerta irrevocabile avente ad oggetto la Partecipazione di maggioranza e la Partecipazione di minoranza, il socio di maggioranza comunicherà per iscritto ai soci di minoranza l'intenzione di procedere al trasferimento della Partecipazione di maggioranza, unitamente a una copia dell'offerta irrevocabile del Terzo Acquirente di acquistare anche la Partecipazione di minoranza; c) una volta ricevuta la comunicazione succitata, i soci di minoranza dovranno comunicare per iscritto al socio di maggioranza, a pena di decadenza, dalla data di ricevimento della comunicazione, l'intenzione di esercitare il diritto di prelazione di cui all'art. 11.3, per tutta e non meno di tutta la Partecipazione di maggioranza, allo stesso prezzo (per azione) e alle stesse condizioni offerte dal Terzo al socio di maggioranza; d) scaduto il termine per l'esercizio del diritto di prelazione da parte di soci di minoranza, il socio di maggioranza dovrà procedere alla cessione della Partecipazione di maggioranza e della Partecipazione di minoranza al Terzo Acquirente nei successivi 120 (centoventi) giorni, restando inteso che la cessione della Partecipazione di maggioranza; e) i soci di minoranza avranno l'obbligo di dare corso a tutti gli adempimenti che fossero richiesti, al fine di consentire al Terzo acquirente che abbia formulato l'offerta irrevocabile di acquisto di cui al punto (b) che precede di procedere all'acquisto della loro Partecipazione sociale contestualmente all'acquisto della partecipazione di maggioranza, f) l'impegno dei soci di minoranza vale per l'intera loro partecipazione e non è applicabile in caso di offerta di acquisto parziale". Tra i primi riferimenti — in forma parasociale — PEDERSOLI, *Sindacati di blocco: validità, effetti, tipi*, in F. BONELLI - Jaeger (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993, 239; MEO, *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato Bessone*, Torino, 2002, 90 ss.; DONATIVI, Sub art. 2341-bis c.c., in *Commentario Niccolini* — Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, 165; SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, 361 ss.; E. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007, 48-49, nt. 17-18. In letteratura v. S. W. STEVENSON, *The venture capital solution to the problem of close corporation shareholder fiduciary duties*, 51 *Duke L. J.* 1139 (2001).

(3) Sia consentito rinviare sul punto a *Stabilizzazione della compagine sociale e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, 154, nt. 5 e nt. 6.

tra azioni appartenenti alla stessa categoria. In pratica, la conclusione per l'ammissibilità della clausola assorbe anche questo tema, che però non viene in concreto trattato.

Sullo sfondo vi è un dissidio di principio tra gli argomenti posti dalle parti: la resistente offre argomenti per l'invalidità della clausola accomunati da un'impostazione "organicistica" del diritto societario: la clausola è nulla perché il socio rimarrebbe ostaggio dell'arbitrio dell'altro, che può far pagare qualsiasi prezzo senza tener conto del valore di riscatto o di recesso, e per sottrarsi deve sopportare un sacrificio sproporzionato (comprare il 60%); essa è nulla perché non è possibile prevedere diritti delle azioni diversi per soci che non appartengono a categorie diverse. La sanzione della nullità è coerente con l'istanza di protezione del socio: quindi il diritto societario è composto prevalentemente da norme imperative, che possano determinare la nullità virtuale ex art. 1418 c.c.. L'altra parte sostiene principi opposti. Ne esce enfatizzata anche la differenza culturale nell'affrontare clausole che provengono da esperienze anglosassoni con principi generali che risentono della vocazione continentale alla ricostruzione sistematica.

Il lodo si presenta come occasione per esaminare la struttura della clausola, e, condividendo la correttezza della conclusione (la validità della clausola di co-vendita anche quando questa è asimmetrica), esplorarne alcuni corollari. Inoltre, occorrerà discutere brevemente la possibilità di individuare diritti dei soci, individuati anche se non nominati, al di fuori della creazione di categorie.

2. Le clausole di co-vendita o *drag-along* sono state elaborate nel contesto di *joint venture* (così come altri meccanismi di risoluzione degli stalli - *deadlock* - previsti in patti parasociali). Esse intendono obbligare anche gli altri azionisti a vendere allorché uno degli azionisti riceva un'offerta da parte di un compratore che sia interessato a rilevare tutta la società. Nel caso concreto, nel quale il diritto di co-vendere è attribuito al socio di maggioranza, vi è l'ulteriore effetto di attribuire pure al socio che non riceve la prima offerta una parte della ricchezza (la parte di premio di controllo) che il socio di maggioranza percepisce dal terzo acquirente. Esse sono praticamente sempre unite a clausole c.d. *tag along* (diritto di seguito), che attribuiscono al socio che non ha ricevuto l'offerta il diritto di vendere anche le proprie azioni in proporzione, per non essere lasciato solo in compagnia del nuovo entrante.

Per rimanere alla *drag-along*, la tutela che il socio che riceve un'offerta da un terzo ha nei confronti dell'altro — che può essere trascinato fuori dalla società se c'è un compratore interessato — protegge l'interesse alla liquidazione dell'investimento ed evitare l'opportunismo del socio di minoranza (4). Questo è in definitiva il bene protetto dall'art. 2355 c.c., allorché la norma consente limitazioni temporali del divieto di circolazione, fissa limiti al potere di gradimento ed in definitiva segna tipologicamente lo statuto della società azionaria rispetto alla società a responsabilità limitata (5).

La creazione di un procedimento che determina la sostituzione integrale della compagine sociale o perché il socio obbliga l'altro a vendere o perché l'altro ha il diritto di vendere non sembra porre temi di meritevolezza degli interessi della causa astratta.

Posto che esse sono determinate da interessi meritevoli di tutela, occorre verificare se quelle — la maggior parte — clausole *drag-along* che rinviavano semplicemente al prezzo formatosi tra terzo e socio siano nulle per contrarietà a norma imperativa. In particolare, secondo la tesi difensiva della convenuta, oltre al fatto che la perdita della qualità di socio avviene *invito domino*, la clausola sarebbe stata nulla perché il prezzo

(4) Cfr. in particolare le strutture elementari analizzate da SAEZ LA CAVE, *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. A vueltas con los pactos de tag- y de drag-along*, su *Indret.com*, 7 ss., secondo la quale i patti sono antiopportunistici.

(5) Cfr. DI BITONTO, *Commento*, cit., 1381 ss., ove ulteriori riferimenti.

veniva determinato in modo indipendente dai criteri oggettivi che costituiscono il riferimento in tema di riscatto azionario o di recesso.

La posizione del lodo favorevole alla legittimità della clausola è sul punto condivisibile (6) mentre non pare così sicura l'individuazione di un principio inderogabile nella individuazione del valore di recesso quale valore minimo da attribuire al socio che subisce la co-vendita.

In termini generali, sembra che il riferimento ad un valore "legale" come quello di recesso, eventualmente modificato per società quotate, sia utilizzato allorché si tratta di una fattispecie prevista dalla legge di perdita volontaria o involontaria della qualità di socio (recesso; riscatto; obblighi/diritti di acquisto ex artt. 108 e 111 t.u.f.; acquisto di azioni proprie ex art. 2358, comma 4°, come modificato dall'art. 1, comma 4°, del d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142). Si tratta di fattispecie eterogenee tra loro quanto ad iniziativa e accomunate solo in negativo: non vi è stata un'offerta di un terzo tale che si attuerà un cambiamento della maggioranza della compagine; manca un corrispettivo formato in una diversa operazione di acquisto e quindi, se non si usasse il valore dell'art. 2437-ter c.c., mancherebbe un criterio per determinare il corrispettivo. In questi casi, sembra cioè che il parametro legale sia un parametro necessitato per liquidare equamente.

La posizione di titolare di azioni, tuttavia, non è qualitativamente tanto diversa da quella di un proprietario di altri beni — che può ben impegnarsi a vendere anche ad un prezzo che non rifletta il pieno valore degli stessi — da impedire che il socio prometta di vendere ad un valore determinabile ma che in concreto si riveli inferiore a quello "legale". L'effetto sostanzialmente espropriativo non è corretto dall'adozione necessaria di un valore "legale" come prezzo ma dalla correzione del procedimento di formazione del prezzo offerto dal terzo se manifestamente iniquo ex art. 1349 c.c.

3. L'Arbitro considera l'obbligo di co-vendita eterogeneo rispetto al riscatto, e la disposizione dell'art. 2437-sexies c.c. non suscettibile di applicazione analogica, ma considera anche che il divieto di non aggravare le condizioni del recesso previsto dall'art. 2437, comma 6°, c.c., sia una norma inderogabile che reca un principio generale.

Pertanto, nella ricostruzione del lodo, la clausola descritta non è nulla in quanto non mira programmaticamente ad attribuire al socio che la subisce un corrispettivo inferiore a quanto percepirebbe in sede di recesso ex art. 2437-ter, c.c. Al contrario, il programma della clausola mira a ridistribuire al socio di minoranza il valore convenuto con riferimento alla maggioranza della partecipazione. Secondo il lodo, però, se il prezzo offerto dal terzo (per la maggioranza e per la minoranza) fosse inferiore a quello di recesso, il negozio concreto di trasferimento sarebbe nullo, perché il prezzo è stato fissato in violazione della norma imperativa dell'art. 2437, comma 6°, c.c.

Il riferimento alla non assoluta libertà di fissazione del prezzo richiama la massima n. 88 del consiglio notarile di Milano, per la quale le clausole sono ammissibili nella misura nella quale esse siano compatibili con il principio di "equa valorizzazione" della partecipazione in caso di vendita forzata della partecipazione. Diversamente, secondo questa impostazione, si avrebbe un effetto sostanzialmente espropriativo (7) della differenza tra valore effettivo e valore convenzionalmente fissato.

(6) Ed in effetti condivisa nello scritto citato in GIAMPAOLINO (nt. 5), 154.

(7) Il riferimento al termine espropriazione è al profilo materiale, in quanto la parte si è obbligata volontariamente al trasferimento a condizioni variabili economicamente ma predefinite nell'an (l'offerta dal terzo). Come già osservato, non è condivisibile la posizione di SALAFIA, Squeeze out *statutario*, in *Società*, 2007, 1450, secondo il quale un diritto di acquisto a favore di un socio non dovrebbe essere previsto nello statuto e non potrebbe essere previsto (in quanto espropriativo ex art. 42 Cost.). Questo ultimo richiamo pare infondato: la disposizione protegge l'ablazione della titolarità, senza partecipazione della volontà del titolare, di un bene le cui regole

Oltre alla conclusione sulla legittimità della clausola, è in primo luogo condivisibile l'affermazione dell'eterogeneità della fattispecie della co-vendita rispetto al riscatto o al recesso per i quali la legge prevede una situazione soggettiva all'equa valorizzazione. In particolare, con riferimento all'obbligo di adottare i criteri legali di valutazione, il lodo esclude l'analogia tra le due ipotesi (anche se, come visto, estende il principio dell'art. 2437, comma 6°, alla co-vendita).

Vista dal lato del soggetto che è obbligato, in effetti, il riscatto configura la soggezione ad un diritto di acquisto — con o senza termini e condizioni — da parte dei soci o della società, così come l'obbligo di co-vendita la configura nei confronti del terzo. Il riscatto è comunque una fattispecie con elementi non costanti e da un punto di vista patrimoniale viene a sua volta assimilato *ex lege* al recesso, del quale pure non condivide l'iniziativa (si può anzi dire che il riscatto, all'origine, sia l'opposto del recesso, rispetto al quale il socio che esce ha l'iniziativa). In presenza di ampie possibilità di conformazione statutaria che possono avvicinare le due ipotesi, l'unico dato comune tra riscatto e recesso è, mi pare, l'irrelevanza di un eventuale mutamento della compagine sociale (8). Riscatto e recesso sono infatti estranei rispetto alla circolazione della partecipazione ed alla modificazione della titolarità delle azioni, essendo tipicamente preordinati a determinare o consentire al socio un'uscita in presenza di altri fatti legittimanti. Questa è la differenza rispetto alla clausola di co-vendita.

In conclusione, a meno di non ritenere che un obbligo di vendere azioni sia sempre assimilabile al riscatto, rimanere obbligati a vendere una partecipazione ad un terzo significa prettamente predeterminare le condizioni per un cambiamento integrale della compagine sociale, più che consentire un'uscita dalla società ad un socio in disaccordo o che abbia pattuito una partecipazione a tempo *ex ante*.

In secondo luogo, si condivide quella parte del lodo che ha ritenuto che il diritto di prelazione non risolvesse *a priori* il problema della legittimità della clausola *drag along* e che quindi, in presenza del diritto di prelazione, abbia lo stesso senso valutare le condizioni di esercizio del diritto di procurare la vendita della partecipazione del socio obbligato (9).

---

non prevedevano la possibilità di tale perdita di titolarità. Inoltre, non è specificato se sia rilevante il tipo sociale nel quale lo *squeeze-out* fosse statutariamente previsto (ciò che sembra rilevante in quanto cambierebbe la tecnica, ed anche le conclusioni sull'ammissibilità statutaria, potendo la società per azioni prevedere categorie mentre in caso di s.r.l. sarebbe possibile una clausola che attribuisce tale potere al socio x). L'inserimento volontario di una clausola di Opa è oggetto dello studio di D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 679. Con riferimento al caso di acquisto forzoso cfr. Gambotto v. WCP Limited, 182 CLR 432, (1995) 13 ACLC 342, (1995) 69 ALJR 266, menzionato da DE LUCA (nt.1), che richiede la dimostrazione che "the expropriation was not oppressive. It is true that upon the evidence before the Court and having regard to the concessions of the appellants the price of \$1.365 per share may well have been a fair price for the shares. But the onus is on the company to prove that the price was fair, that the appellants have been dealt with fairly and that a full disclosure of all matters in relation to the alteration and expropriation has been made. The evidence falls far short of proving that the company and the majority shareholders have dealt with each appellant fairly. Almost no attempt was made to make the full disclosure that is required in this class of case." Nella decisione è menzionato il caso Brown v. British Abrasive Wheel Co. F59, 59 (1919) 1 Ch 290, nel quale si vietò una deliberazione che consentiva al 98% del capitale di acquistare le azioni degli altri sulla base dell'assenza di beneficio della società anche se la società sarebbe stata finanziata solo a condizione dell'introduzione della clausola ("The proposed alteration is not directly concerned with the provision of further capital, nor does it ensure that it will be provided. It is merely for the benefit of the majority.").

(8) Che non deve essere necessariamente una modifica statutaria, potendo essere previste ipotesi statutarie di recesso che non passino per modifiche.

(9) L'ordinanza del Trib. Milano, 7 gennaio 2008, collegava invece la *drag-along* alla

Questa conclusione sulla non assimilazione tra riscatto e co-vendita viene tuttavia nel lodo integrata da una tesi. Si dice che il principio che attribuisce in caso di riscatto/recesso il diritto a non ricevere meno di quanto spetterebbe in caso di recesso ex art. 2437, comma 6°, c.c., dovrebbe trovare applicazione anche in caso di vendita obbligatoria. Sarebbe conseguenza necessaria di questa impostazione che il socio obbligato alla co-vendita non può mai ricevere meno di quanto gli spetterebbe in caso di riscatto/recesso e il negozio tra questo ed il terzo sarebbe "colpito", cioè, si direbbe, nullo per violazione di norma imperativa relativa alla determinazione del prezzo. La precedente ordinanza del Tribunale di Milano era sul punto ancora più drastica allorché affermava che il socio obbligato alla co-vendita avrebbe dovuto ricavare almeno quanto avrebbe preso in sede di recesso.

Tali conclusioni, per le quali il socio obbligato non sarebbe mai vincolato se tra socio e terzo non si rispettano i criteri di valorizzazione in quanto questi discendono dal principio inderogabile dell'art. 2437, comma 6°, non sembrano condivisibili. Si vedrà invece che l'eventuale differenza tra prezzo formato dal socio di maggioranza e terzo ed il valore di recesso non rileva come misura che segnali l'invalidità della clausola — per contrarietà a norma imperativa — ma rileva come prova o indizio della iniquità che socio di maggioranza e terzo hanno introdotto nel contratto tra socio di minoranza e terzo.

Le osservazioni sull'assenza di tale principio inderogabile sono formulate nello scenario di *i*) vera e propria contrattazione e non collusione tra terzo e socio di maggioranza (in presenza di collusione, sembrano invocabili l'*exceptio doli* (10) o la

clausola di prelazione, che dovrebbe prevenire il rischio del socio "espropriato". Tuttavia, ove il socio fosse titolare di una esigua partecipazione, per non essere economicamente "espropriato" dalla corresponsione di un prezzo basso da parte del terzo offerente, lo stesso dovrebbe investire una gran quantità di risorse (cioè, per non essere espropriato dovrebbe investire).

(10) V. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, in questa Rivista, 1998, II, 147, che ricorda che "il *"dolo"* consiste nel medesimo fatto oggettivo di far valere, al ricorrere di date circostanze, la propria pretesa" e rileva che si sia "verificata una vera e propria inversione di tendenza: nel senso, appunto, dell'attuale considerazione dell'*exceptio* come istituto in linea di principio ammesso dal diritto positivo [e ciò pur con tutte le riserve e la prudenza imposte dalle caratteristiche proprie della materia (cfr. supra, n. 2, ma pure infra, n. 3.4.) e pur se resta labile, tra l'altro, il confine entro cui può effettivamente dirsi sussistente la detta inversione, al di là del suo focalizzarsi sulla materia delle obbligazioni e dei contratti]. È questo, sicuramente, il dato "pratico effettuale" più significativo che la letteratura italiana mostra in materia. Sul tema in termini riduttivi, PELLIZZI, *Exceptio doli (diritto civile)*, in *Noviss. Digesto it.*, VI, Torino, 1960, 1074 ss.; TORRENTE, *Eccezione di dolo*, in *Enc. dir.*, XIV, Milano, 1965, 218 ss.; ed invece ammettono l'esperibilità dell'eccezione CARRARO, *Valore attuale della massima fraus omnia corrumpit*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1949, 782 ss.; NATOLI, *Note preliminari a una teoria dell'abuso del diritto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1958, 18 ss.; NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio e la valutazione del comportamento delle parti secondo le regole della correttezza*, in questa Rivista, 1961, I, 169 ss.; CATTANEO, *Buona fede oggettiva e abuso del diritto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1971, 613 ss.; NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, nel *Trattato Cicu Messineo*, Milano, 1974; PELLIZZI, *Personalità giuridica e infrazioni valutarie*, in questa Rivista, 1978, I, 257 ss.; PORTALE, *Impugnativa di bilancio ed exceptio doli*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 407 ss.; GAMBARO, *Nota*, in *Resp. civ. e prev.*, 1983, 821 ss.; NANNI, *L'uso giurisprudenziale dell'exceptio doli generalis*, in *Contr. e impr.*, 1986, 197 ss.; BIGLIAZZI GERI, *Buona fede nel diritto civile*, in *Digesto IV ed. Disc. priv. Sez. civ.*, II, 1988, 154 ss.; NANNI, *La buona fede contrattuale*, Padova, 1988; BIGLIAZZI GERI, BUSNELLI, BRECCIA, e NATOLI, *Diritto civile. 3. Obbligazioni e contratti*, Torino, 1989, 69 ss.; BENATTI, in *Commentario Cendon, sub art. 1175, IV\**, Torino, 1991, 5 ss.; BRECCIA, *Le obbligazioni*, nel *Trattato Iudica-Zatti*, Milano, 1991, 355; RANIERI, *Eccezione di dolo generale*, in *D. disc. priv., sez. civ.*, VII, Torino, 1991, 311 ss.; più di recente MERUZZI, *L'exceptio doli dal diritto civile al diritto commerciale*, Padova, 2005, 429, con particolare riferimento al principio della clausola *fraus omnia corrumpit*; ASTONE, *Venire contra factum proprium*, Napoli, 2006; FESTI, *Il divieto di "venire contro il fatto proprio"*, Milano, 2007.

simulazione dell'offerta ricevuta dal terzo (11), come eccezioni a disposizione dell'obbligato); ii) offerta del terzo inferiore ad uno dei valori che si ricaverebbe dall'applicazione dei criteri individuati in caso di riscatto/recesso.

A) L'art. 2437, comma 6°, c.c. menzionato nel lodo come principio inderogabile, prescrive che sono nulli i patti volti a rendere più gravoso il recesso nei casi previsti dal primo comma dell'art. 2437 c.c.. Si prevede, in altri termini, che al socio non può essere impedito di recedere per decadenze o per timore di venire danneggiato da regole sociali o parasociali di liquidazione delle azioni che impongano termini di valutazione pregiudizievoli.

Tra art. 2437, comma 6°, c.c., che pone il divieto di non rendere più gravoso il recesso, e il patto di co-vendita, che disciplina l'obbligo assunto in occasione della vendita da parte di uno dei contraenti ad un terzo, sembra però che vi sia distanza di contesto e *rationes* ancora maggiore di quanto non vi sia tra riscatto e co-vendita. L'art. 2437, comma 6°, c.c. prevede, in sostanza, che le condizioni alle quali il socio può uscire, a seguito dell'esercizio del recesso per le ipotesi inderogabilmente previste dalla legge, non sono modificabili in senso peggiorativo. Il socio non deve forzatamente (cioè per non perdere *troppo*) rimanere in società se le regole sono cambiate per ipotesi nelle quali la legge considera inderogabile la possibilità di uscire. Non sembra, tuttavia, che la norma possa esprimere il principio (così come pare suggerire il lodo) per il quale l'impegno del socio ad uscire, assunto con la clausola di co-vendita, vale, ma il socio non può conseguire di meno nell'uscita di quanto gli sarebbe attribuito per le ipotesi inderogabili di recesso.

In primo luogo, infatti, per le ipotesi derogabili di recesso la norma dell'art. 2437, comma 6°, c.c. non vale: questa chiude pertanto con la sanzione della nullità il nocciolo delle situazioni intoccabili dall'autonomia privata (12) e non è estesa alle ipotesi derogabili di recesso. In secondo luogo, la disposizione fissa il limite inderogabile in senso peggiorativo per bilanciare la soggezione del singolo al potere della maggioranza di modificare le regole dell'organizzazione. Tale potere è previsto dalla legge in un contesto fondato sugli istituti dell'attività e dell'organizzazione, tipicamente intrasoggettivo, piuttosto che sulla relazione diritto-obbligo tra soggetti distinti, quale quella intercorrente tra soci. Nel recesso, l'attribuzione di un diritto al socio rende eventualmente intersoggettiva (socio recedente-società/soci non recedenti) l'esito di una vicenda fisiologicamente intrasoggettiva (socio recedente/soci non recedenti), che si sviluppa all'interno dell'assemblea, per il dissenso rispetto alla modifica rilevante. Il recesso trasforma la posizione societaria (proprietà della) partecipazione in una situazione soggettiva di pretesa rispetto ai beni (diritto alla liquidazione all'esito del procedimento). La norma non dovrebbe, quindi, essere estesa alla clausola di co-vendita, con l'effetto di determinare la nullità del contratto tra socio obbligato e terzo acquirente, quando il socio obbligato riceve meno di quanto gli spetterebbe per recesso.

B) Obbligare a pagare almeno quanto spetterebbe in sede di recesso varrebbe sostanzialmente a non riconoscere l'impegno che il socio obbligato si è assunto. Infatti, o si avrebbe la formazione di due prezzi diversi (quello del socio di maggioranza inferiore al valore di recesso e quello di minoranza, almeno pari al minimo prezzo) ovvero si obbligherebbe il socio di maggioranza a non poter vendere neppure egli stesso se non conseguendo almeno il valore di recesso.

In entrambi i casi la clausola di co-vendita sarebbe priva di vincolatività giuridica e sarebbe frustrato l'interesse protetto dalla clausola (agevolare la circolazione della partecipazione del socio di maggioranza, previa condivisione del premio con il socio di

(11) D'accordo sul punto con DE LUCA (nt.1).

(12) Considera la norma come di chiusura del sistema PACIELLO, Sub art. 2437-bis c.c., in *Commentario* Niccolini- Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 1109.

minoranza). Nel caso in cui si debbano avere due prezzi diversi, l'azionista di maggioranza dovrebbe rinunciare ad una parte del prezzo che gli sarebbe spettato per compensare il socio di minoranza. Se il terzo offre 100 per il 100%, e il valore di recesso è almeno 1,1, il socio di maggioranza non potrebbe prendere 1 ma dovrebbe prendere 0,1 a seconda di quante sono le azioni del socio di minoranza in modo tale che il totale non faccia più di 100. Se invece il prezzo dovesse essere unico, si impedirebbe di fatto la vendita e si obbligherebbe il socio a rimanere titolare anche delle proprie azioni, anche quando aveva un impegno che gli consentiva di vendere con più facilità.

C) Le metodologie di valutazione di partecipazioni sono diverse e cambiano secondo il contesto (liquidazione o alienazione (13)) nel quale questa avviene. Imporre al socio che vende di tenere conto come principio inderogabile di quanto il socio che è obbligato a co-vendere ricaverebbe dal recesso vorrebbe dire costringere il socio che è titolare del diritto di co-vendita a trovare un compratore disposto a pagare un prezzo formato con riferimento ad altra occasione (il rimborso di parte delle azioni).

I criteri di valutazione del recesso sono "la consistenza patrimoniale della società", "le sue prospettive reddituali", nonché l'"eventuale valore di mercato delle azioni", senza una gerarchia tra essi (14). È quindi considerato che il valore che un terzo sia disposto a pagare per le azioni della società sia diverso rispetto al patrimonio della società (derivante dalla differenza tra i valori di mercato dei beni e i debiti). Si avrebbe allora la peculiarità che un prezzo formato da una trattativa privata (socio di maggioranza-terzo) non può essere adottato per una seconda compravendita solo in quanto altri criteri — dettati per il recesso — possono concorrere a determinare un valore più alto.

D) Il valore legale che, sulla base del procedimento di stima compiuto secondo

(13) Sulle valutazioni v. l'articolato lavoro di VENTURUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio. I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 458, per il riferimento ai margini di discrezionalità nell'applicazione dei diversi criteri normativi; IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 459 ss., 463 sul punto, per la espressa affermazione che per la medesima impresa devono essere calcolati valori differenti a seconda dell'occasione valutativa (cessione; fusione; conferimento; quotazione, ecc.) e che il legislatore ha optato per la tesi per la quale in caso di recesso non debba essere attribuito un "valore generale" ma un valore particolare calcolabile seguendo tre metodologie prescritte, derogabili in particolari condizioni; MONTI, *Liquidazione della quota di recesso del socio: aspettative di valore e controversie*, in *Società*, 2007, 1346; CARATTOZZOLO, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.a. (I parte)*, in *Società*, 2005, 1209, 1340; cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, Milano, 1994, 3 ss., per la schematizzazione: i) valutazioni conoscitive, tipicamente messe in atto al fine di identificare un valore massimo o minimo nel corso di trattative contrattuali, ovvero i limiti di convenienza (valore massimo o minimo a cui comprare o vendere). Queste perizie hanno natura informale e non vincolante; ii) valutazioni cautelative: queste stime vengono tipicamente effettuate per la determinazione della capacità di credito di un debitore o di una società con la quale si vuole avviare una partnership; si tratta evidentemente di stime tipicamente dotate di formalità, anche se vincolanti; iii) valutazioni ufficiali, il cui valore determinato ha carattere vincolante e che producono differenti effetti giuridici, come nei già citati casi di operazioni straordinarie o valutazioni effettuate a fini fiscali. Questa classificazione può essere integrata mettendo in evidenza non le finalità proprie della valutazione, bensì le tipologie di valori scaturenti dai processi valutativi. In particolare si potranno ottenere: i) valutazioni prudenziali, che forniscono il valore minimo di un'azienda, per lo più non in funzionamento; ii) valutazioni del capitale economico, che forniscono la valutazione di un'impresa in funzionamento, basandosi su dati rigorosamente oggettivi; iii) valutazioni del capitale potenziale, che ponderano anche aspetti individuabili solo da alcuni soggetti particolari, valorizzando anche poste oggettivamente non determinabili da un valutatore indistinto, ma che sono bensì frutto di presunzioni di tipo soggettivo.

(14) In questo senso v. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gianfranco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2007, 233-235.

metodologie composite (reddito; patrimonio; mercato), viene attribuito all'azione costituisce un'approssimazione tollerata per mancanza di alternative. È allora eccessiva la conseguenza della nullità per il contratto tra socio obbligato e terzo. Infatti, in primo luogo, vi possono essere più valori stimati per il recesso ugualmente legittimi e quindi il "principio inderogabile" ex art. 2437, comma 6°, c.c. non porta alla formazione di un "prezzo" ma prevede l'individuazione di criteri di determinazione del valore delle azioni che devono essere rispettati, potenzialmente contenuti in un arco (15). La legge, per il recesso/riscatto, prescrive che sia effettuata una stima da parte del consiglio di amministrazione o, in caso di contestazione, da parte dell'esperto nominato dal Tribunale. Anche questa seconda stima può essere sbagliata nella determinazione concreta del valore e ciononostante non essere impugnabile se non è manifestamente iniqua, o erronea tecnicamente, ex art. 1349 c.c. (16).

Il meccanismo di valutazione in caso di recesso, con il rinvio all'impugnazione ex art. 1349 c.c. della perizia dell'esperto nominato dal Tribunale, quindi non predetermina una fissazione del valore per azione (che possa fungere da misura oggettiva per verificare se il terzo offre a titolo di prezzo un valore inferiore). Essa individua nella manifesta iniquità o nell'erroneità del procedimento di valutazione il limite oltre il quale la stima dell'esperto nominato dal Tribunale può essere riconsiderata, assumendo che essa sarà sicuramente contestata e forse anche errata ma che l'errore è irrilevante sino alla soglia della manifesta iniquità o erroneità.

E) Infine, occorre considerare che la clausola *drag-along* è presumibilmente stata "pagata" dal socio attraverso la concessione di una reciproca facoltà di diritto di seguito (c.d. *tag-along*), che lo obbliga a dividere il premio se il socio vuole uscire o attraverso altre concessioni alla minoranza. Non è però giustificabile che il socio che spunta un prezzo maggiore lo deve dividere per effetto della *tag-along* e se invece percepisce un prezzo minore al valore di recesso può non conseguire alcunché perché la vendita come prefigurata tra le parti non può essere perfezionata.

Come detto, è invece possibile che il socio titolare del diritto di co-vendita venda fisiologicamente sotto il valore che sarebbe determinato dalla stima che tiene conto "della consistenza patrimoniale della società, delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni" (art. 2437-ter c.c.). Infatti, il mercato della partecipazione del socio titolare del diritto può non consentire di ricevere come prezzo il "valore" per azione che avrebbe ricevuto se avesse receduto, come individuato da una stima, per la posizione soggettiva di chi vende (o di chi acquista). In sede di circolazione ci può essere una differente percezione del valore della partecipazione che porta alla definizione del prezzo.

Tuttavia, se la meritevolezza *ex ante* della clausola è quella di semplificare la circolazione dei pacchetti di maggioranza (e quindi di allocare diversamente la titolarità

(15) V. anche DI CATALDO (nt. 14), 235, per la constatazione che un criterio di valutazione unico (e quindi direi un unico valore) non esiste, essendo gli amministratori incaricati di esercitare discrezionalità tecnica nell'adozione di un metodo o dell'altro previsti dall'art. 2437-ter c.c.

(16) V. ampiamente su questo tema VENTURUZZO (nt. 13), 366 ss., nt. 44; VENTURUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, 434; v. anche SALAFIA, *Procedimento di liquidazione della quota al socio receduto*, in *Società*, 2007, 261, non condivisibilmente (specie con riguardo alla necessità di impugnare il provvedimento in sede di volontaria giurisdizione, non essendo la società parte del procedimento di determinazione del valore effettuato dall'esperto). L'eventualità che ci sia un'impugnazione non può portare a ritenere (come pare, Trib. Nocera Inferiore, 23 febbraio 2007, in *De Jure*) che si sia concluso un contratto tra società e socio subito dopo il deposito della relazione del perito. Infatti, la società comprerà le azioni solo dopo che i soci non avranno esercitato il procedimento di opzione. Sembra invece condivisibile l'attrazione dell'impugnazione ex art. 1349 c.c. anche in caso di recesso alla giurisdizione ordinaria e non volontaria.



delle imprese), non pare che dalla sola comparazione decontestualizzata tra due valori monetari (prezzo offerto dal terzo e recesso) si possano trarre argomenti per impedire la co-vendita al socio obbligato. Piuttosto si dovrà considerare che, quando il prezzo sarà più basso di un ipotetico valore di stima per il recesso, vi è una probabilità che il socio titolare del diritto ad aver posto la partecipazione sul mercato ad un prezzo che pare non esprimere pienamente la consistenza patrimoniale della società.

Occorre allora verificare se il fatto che il socio titolare del diritto di co-vendere le azioni degli altri soci sia disposto a ricevere meno di quanto potrebbe spettargli in altro contesto sia una situazione in qualche modo corretta dall'ordinamento.

4. Sembra che lo stesso risultato — evitare la vendita a prezzo iniquo con la perdita della qualità di socio (c.d. "espropriazione sostanziale") — condiviso con il lodo e con l'ordinanza del Tribunale di Milano, si possa raggiungere analizzando la struttura della clausola *drag along* come clausola che rimette al potere di due soggetti (di cui uno sarà parte del successivo contratto) la determinazione del prezzo di trasferimento delle azioni.

Questa (mi pare e così anche all'Arbitro Unico) nella fattispecie concreta (non escludendo che in altre clausole possano esserci conclusioni diverse) non determinava un patto di opzione. Non basterebbe l'accettazione del terzo di una proposta irrevocabile fatta a suo tempo dal socio obbligato, ed il mancato verificarsi dell'esercizio della prelazione statutaria da parte dei minoritari, per perfezionare il negozio, anche in quanto il passaggio della titolarità delle azioni è rinviato ad un successivo contratto di trasferimento.

In secondo luogo, anche se la giurisprudenza della s.C. tende ad ammettere ipotesi miste di contratti preliminari a favore di terzo o con persona da nominare (17), sembra che la clausola non configuri direttamente un contratto per persona da nominare *ex art.* 1401 c.c. in quanto l'effetto voluto non è mai quello che il socio titolare del diritto di co-vendita subentri lui stesso nel patto per effetto della mancata nomina *ex art.* 1405 c.c.. Né pare che la clausola statutaria costituisca diritti a favore del terzo (è il socio che intende uscire e non il terzo, ancora ignoto, ad acquistare il diritto di procurare la vendita del socio obbligato e non pare che il contratto abbia voluto istituire il terzo acquirente come titolare di un diritto nei confronti del socio obbligato).

La clausola configura invece un obbligo preliminare — alla conclusione di un contratto definitivo con un terzo a prezzo da definire *per relationem* — che l'altro socio consegue per potersene giovare nelle proprie trattative con il terzo acquirente. È poi, secondo la clausola statutaria, "il socio di maggioranza a procedere alla cessione della Partecipazione di maggioranza e della Partecipazione di minoranza al terzo acquirente nei successivi 120 (centoventi) giorni" (così la disposizione statutaria, presumibilmente riferendosi ad un successivo mandato a vendere), mentre il socio di minoranza rimane obbligato a cooperare per far perfezionare l'acquisto da parte del terzo (18).

(17) V. Cass., 25 settembre 2002, n. 13923, in *D&G — Dir. e Giust.*, 2002, f. 39, 25 con nota di GENNA, citando e riprendendo testualmente come precedente Cass., 13 febbraio 1981, n. 891, ha affermato che, in un contratto preliminare di compravendita immobiliare, la clausola che preveda che il promissario acquirente acquisti per sé o per persona da nominare può comportare la configurabilità sia di una cessione del contratto, ai sensi dell'art. 1406 ss. c.c., con il preventivo consenso della cessione a norma dell'art. 1407 c.c., sia di un contratto per persona da nominare di cui all'art. 1401 c.c., e ciò sia in ordine allo stesso preliminare che con riferimento al contratto definitivo.

(18) La giurisprudenza della s.C. è, come visto, piuttosto elastica nel configurare la posizione del terzo, come soggetto da nominare o a favore del quale è la pattuizione, il cui intervento nel giudizio *ex art.* 2932 c.c. tra i due stipulanti determina l'accettazione: v., al riguardo, Cass., 13 febbraio 1981, n. 891, *Giur. it.*, 1982, I, 1, 1461, per la quale, in caso di preliminare di

La determinabilità del prezzo del successivo definitivo è affidata non all'altra parte (il socio di maggioranza o il terzo) ma *per relationem* al diverso contratto tra terzo e socio di maggioranza, formatosi eventualmente, come nel caso, all'esito dell'accettazione di un'offerta irrevocabile proveniente dal terzo (conclusione c.d. per scambio di corrispondenza, diffusa nella prassi, che non esclude trattative).

Nel presupposto che non vi sia collusione tra terzo e socio maggioritario, non vi è quindi una determinazione unilaterale ma un primo contratto tra terzo e socio maggioritario ed un secondo contratto tra terzo e socio minoritario, il cui prezzo è fissato per rinvio recependo l'elemento del primo contratto (19). Tale clausola non è

vendita immobiliare, si è detto che la clausola che preveda che il promissario acquirente acquisti per sé o per persona da nominare può comportare la configurabilità sia di una cessione del contratto ai sensi degli art. 1406 c.c. con il preventivo consenso del cessionario a norma dell'art. 1407 stesso codice, sia di un contratto per persona da nominare di cui all'art. 1401 c.c. e ciò sia in ordine allo stesso preliminare che con riferimento al contratto definitivo. Nella stessa sentenza il passo poi ripreso dalla successiva "Tale pluralità di configurazioni giuridiche in relazione al regolamento dell'intervento di terzi nella fattispecie contrattuale — preliminare o definitiva — va riferita necessariamente al contenuto effettivo della volontà delle parti contraenti, che l'interprete deve ricercare in concreto anche in correlazione alla funzione — invalsa nella prassi quotidiana degli affari — di impiegare il contratto preliminare per la disciplina intertemporale dei rapporti contrattuali delle parti, al di fuori di una coincidenza, che non sia meramente verbale, con gli schemi tipici approntati dal legislatore; in tale prospettiva, pertanto, la specifica clausola contrattuale può anche comportare la configurazione del contratto preliminare come contratto a favore del terzo mediante la facoltà di designazione concessa all'uopo al promissario, fino alla stipulazione del definitivo, e la posizione della persona, cui si riferisce tale facoltà di nomina, come destinatario della prestazione pattuita, consistente nella prestazione del consenso per la stipula del contratto definitivo, con la conseguente possibilità, nel giudizio promosso ex art. 2932 c.c. per il promissario di chiedere l'attuazione del trasferimento in favore della persona nominata e per quest'ultimo di intervenire nel giudizio per manifestare la propria accettazione ai sensi del comma 2 dell'art. 1411 c.c. al fine di rendere possibile l'effetto traslativo — cui in definitiva mira il procedimento ex art. 2932 c.c. — direttamente in suo favore"; cfr., anche, Cass., 9 luglio 1997, n. 6206, per la quale se una società si impegna con un diverso soggetto (nella specie convenzione con un comune) — essendo ammissibile un preliminare a favore di terzo, anche nel caso in cui alcuni elementi di esso non siano determinanti al momento della sua conclusione, ma siano determinabili successivamente in base a criteri prestabiliti — a trasferire la proprietà di alloggi popolari agli assegnatari di essi, in caso di rifiuto alla stipula del relativo atto è esperibile la domanda di adempimento coattivo ai sensi dell'art. 2932 c.c.: "È pacifico, infatti, in dottrina e in giurisprudenza che la necessaria designazione del terzo nel contratto previsto dall'art. 1411 del codice civile, di regola contestuale alla sua stipulazione, possa essere successiva, purché siano stati fissati i criteri per la sua identificazione (sent. nn. 387 del 1969, 3824 del 1968, 1807 del 1966). Si richiede cioè il requisito della determinabilità del terzo, requisito che deve ritenersi sufficiente anche per quel che riguarda la natura del contratto che il promittente si obblighi di concludere, essendo possibile che la specificazione di esso avvenga in un momento posteriore a quello della stipulazione a favore del terzo." V. anche Cass., 23 novembre 1979, n. 6139, in *Riv. not.*, 1980, 587, per la quale è possibile che se Tizio assume, nei confronti di Caio, l'obbligo di trasferire un immobile a Sempronio, perché questi trasferisca a sua volta lo stesso immobile a Caio, si configura, tra le due promesse di vendita stipulate in esecuzione di tale obbligo (quella fra Tizio e Sempronio e quella fra Sempronio e Caio), un rapporto negoziale unitario, avente analogia con il contratto a favore di terzo, per cui Caio, destinatario ultimo del bene ma non parte di uno dei contratti, è legittimato ad agire per ottenere, ai sensi dell'art. 2932 c.c., l'adempimento di entrambi i contratti preliminari collegati e, quindi, anche della promessa di vendita fra Tizio e Sempronio, dato il suo carattere strumentale rispetto all'altra.

(19) Poiché il fatto che integra il contratto tra socio di minoranza obbligato e terzo non è la volontà di una sola delle parti ma la volontà comune di socio di maggioranza e terzo, non pare possa trattarsi di determinazione unilaterale. Un contratto che rimetta alla determinazione unilaterale l'individuazione delle prestazioni è stato ritenuto nullo da Cass., 19 marzo 2007, n. 6519, in *Foro it.*, 2007, I, 1706. Si trattava di un contratto di appalto avente ad oggetto la manutenzione degli impianti di illuminazione, che recava una clausola per la quale "i lavori e le forniture da

nulla — perché non è arbitrario il criterio di determinazione — e non è quindi “nulla” la clausola relativa al prezzo del successivo trasferimento (20).

In realtà, partendo dalla meritevolezza dell'interesse che la clausola intende perseguire, la fissazione di un prezzo che rifletta quello di un altro contratto non sembra contrario a norma imperativa. Ciò che va indagato è invece l'esercizio del potere di determinazione al quale il socio obbligato si è assoggettato (o se si vuole l'abuso del potere di determinare il prezzo della vendita). Infatti — sempre nel presupposto sopra assunto che non si tratti di collusione tra terzo e socio di maggioranza o di offerta simulata — perché l'oggetto del contratto di trasferimento che la clausola intende prefigurare sia determinabile, e quindi non sia nullo, si devono rintracciare nel terzo e nel socio titolare del diritto di co-vendita i soggetti ai quali la clausola di co-vendita ha affidato il potere di determinare il prezzo. Il fatto che uno sia la parte del successivo contratto non pare sollevare questioni di invalidità della clausola, perché sarà il consenso di entrambi — di cui uno è cointeressato verso un prezzo alto — a determinare l'elemento del contratto di trasferimento.

È quindi solo la manifesta iniquità *ex art.* 1349 c.c. a costituire il limite contenutistico della clausola di rinvio al contratto tra socio di maggioranza e terzo. Il rimedio si presenta idoneo a correggere l'effetto espropriativo, senza però compromettere la vincolatività della clausola per la comparazione con un valore, quello di recesso, che viene determinato all'esito di un procedimento di stima il cui risultato, per la discrezionalità tecnica dalla quale è caratterizzato, è per natura non definitivo ed unico. L'eventuale differenza tra prezzo formato dal socio di maggioranza e terzo ed il valore di recesso non rileva allora come misura che segnala la invalidità della clausola — per contrarietà a norma imperativa — ma rileva come prova o indizio della iniquità che socio di maggioranza e terzo hanno introdotto nel contratto tra socio di minoranza e terzo.

eeguire verranno precisati all'imprenditore dalla committente, mediante appositi ordinativi di lavoro, di volta in volta che si renderanno necessari in relazione alle esigenze della committente”, e con l'ulteriore clausola che “il termine utile sarà fissato di volta in volta nei relativi ordini di lavoro, secondo l'apprezzamento discrezionale della dirigenza, tenuto conto, nella sua competenza e responsabilità, delle caratteristiche dei singoli interventi di manutenzione o dei lavori similari da effettuare”. Per la Corte d'Appello il contratto doveva considerarsi nullo per indeterminatezza ed indeterminabilità dell'oggetto, “essendo state l'indicate le prestazioni a carico dell'appaltatore in termini così vaghi e generici da rendere impossibile la loro individuazione, né potendo a tale scopo farsi ricorso ad elementi estrinseci che assumessero una funzione integrativa *ex post*, atteso che l'unico elemento in tesi utilizzabile era costituito dagli ordini di servizio, la cui adozione era stata rimessa all'apprezzamento discrezionale della società committente, così da doversi ritenere che l'assunzione dell'obbligazione fosse subordinata ad una condizione meramente potestativa, tale da dar luogo ad una ulteriore causa di nullità del contratto ai sensi dell'art. 1355 c.c.”. La s.c., confermando l'appello, ribadisce il “principio, fermo nella giurisprudenza di questa Suprema corte, secondo il quale la determinabilità dell'oggetto del contratto in tanto sussiste in quanto detto oggetto possa essere in concreto definito con riferimenti ad elementi provvisti di una preordinata rilevanza oggettiva e prestabiliti dalle parti, che si siano accordate circa la futura determinazione di esso e circa i criteri o le modalità da osservarsi a questo fine” non essendo “sufficiente il riferimento ad elementi concernenti la fase di esecuzione del rapporto, come il comportamento successivo delle parti”.

(20) V. sulla questione BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, Napoli, 2005, 135 ss., 146 ss., per gli orientamenti contrari e favorevoli alla determinazione unilaterale o bilaterale degli elementi del contratto; ed anche ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato Iudica* - Zatti, Milano, 2001, 357, che rinviene indici normativi che consentono di non escludere l'ammissibilità in senso assoluto, ma precisa che “la determinazione rimessa alla parte è invece inammissibile — e rende nullo il contratto per indeterminabilità dell'oggetto — quando l'interesse di controparte a non subire sorprese lesive non sia adeguatamente presidiato da limiti posti alla discrezionalità di chi sceglie” (cors. in originale).

Con riferimento al prezzo sul quale verificare la non manifesta iniquità, il parametro non è esclusivamente il valore, *rectius* uno dei valori, che deriverebbe dall'applicazione della disciplina della stima in caso di esercizio del recesso, ma si deve prendere in considerazione principalmente il valore che il socio obbligato avrebbe conseguito vendendo la propria partecipazione.

In secondo luogo, sempre con riferimento alla formazione del prezzo, il socio maggioritario non sembra avere un obbligo fiduciario nei confronti del minoritario, così come ritiene il lodo (probabilmente al fine prevalente di paralizzare la pretesa del socio di maggioranza). Da questo obbligo fiduciario conseguirebbe l'obbligo di curare la massima valorizzazione del prezzo nell'interesse comune proprio e del minoritario.

Al riguardo, è vero che il contratto ha caratteri misti del mandato in fase di esecuzione del trasferimento (allorché il socio di maggioranza "procede" alla cessione anche della partecipazione di minoranza, cioè promuove e coordina la cessione di tutte le partecipazioni, per conto anche del socio minoritario ovvero risulta mandataria nel negozio di cessione al terzo). Tuttavia, la clausola di co-vendita instaura prevalentemente una relazione di soggezione da parte di un soggetto (l'obbligato a vendere) nei confronti del socio che vuole vendere, piuttosto che la cura da parte del titolare del diritto a vendere attraverso un meccanismo organizzativo di produzione dell'azione (il socio di maggioranza impegna il socio di minoranza).

In effetti, la clausola ha la funzione di evitare l'opportunismo del socio di minoranza, che potrebbe far "fuggire" il terzo acquirente o ottenere una distribuzione asimmetrica dal socio di maggioranza. La clausola, quindi, riconosce l'interesse — ed il corrispettivo obbligo del socio obbligato alla co-vendita — del socio che riceve la prima offerta di procurare l'acquisto anche della quota degli altri in quanto egli giudica complessivamente conveniente per sé l'alienazione della propria partecipazione al prezzo pattuito con il terzo.

La clausola ha quindi essenzialmente la funzione di vincolare il socio minoritario al successivo contratto con il terzo alle condizioni contrattate dal socio di maggioranza. Proprio perché quest'ultimo ha acquistato il diritto di co-vendere, è da escludere che egli sia obbligato nei confronti dell'obbligato alla co-vendita a curare l'interesse del socio a massimizzare il prezzo della partecipazione. Pertanto, nella sua forma tipica si tratta più di uno scambio obbligo di co-vendita-diritto di seguito (c.d. *tag along*), o ottenuto con altro corrispettivo, che di un mandato a vendere (pur potendo il contratto essere configurato come misto introducendo un obbligo fiduciario in specifiche circostanze).

In conclusione, sembra che il socio titolare del diritto di co-vendita non deve amministrare il potere di determinare il contenuto del contratto tra terzo e socio obbligato alla co-vendita in modo da massimizzare l'interesse del socio obbligato — cioè curarne principalmente la massima quantificazione.

5. Ciò posto con riferimento all'obbligo assunto dal socio minoritario, nella fattispecie concreta il socio titolare del diritto di co-vendita aveva anche pattuito condizioni che non erano significative o di vantaggio per il socio di minoranza (la rinuncia all'azione di responsabilità). Queste sarebbero risultate poi incluse nella co-vendita forzata o nel trasferimento a seguito della prelazione.

Per rendere coerente la posizione dei soci e "colpire" questa parte delle condizioni pattuite dal socio di maggioranza, il lodo configura un mandato a vendere il cui inadempimento da parte del socio maggioritario concederebbe al minoritario la eccezione di inadempimento. Il socio minoritario si potrebbe quindi sottrarre all'esecuzione dell'obbligo di prestare il consenso. Questa è sicuramente una possibile soluzione per clausole che siano più esplicite nel determinare l'obbligazione del titolare del diritto di co-vendita nel dovere di gestire anche l'interesse del socio minoritario.

Come detto, sembra però che, nella fattispecie concreta, la parte di gestione

dell'attività nell'interesse interesse altrui sia temporalmente successiva rispetto alla trattativa con il terzo e riguardi il perfezionamento degli atti di trasferimento (scaduto il termine di prelazione il socio di maggioranza "dovrà procedere alla cessione della Partecipazione di maggioranza e della Partecipazione di minoranza al Terzo") piuttosto che la contrattazione delle condizioni.

Anche se non si tratta di mandato e non vi è un obbligo fiduciario, sembra che la distanza tra gli interessi dei soci e l'irrelevanza della rinuncia per il socio minoritario, che dovrebbe poi pareggiare la condizione quando esercita la prelazione, può rilevare sul piano dell'esercizio in buona fede dei diritti, particolarmente richiesto allorché si tratta di soggezione ad un potere altrui, su quello della manifesta iniquità per il socio obbligato alla co-vendita e, infine, in quanto il requisito della determinabilità dell'oggetto della clausola *drag-along* (e quindi della prestazione promessa dal socio di minoranza) circoscrive il potere di negoziare delle parti con efficacia vincolante per il socio di minoranza.

Con riferimento al caso di specie, in primo luogo, se un certo prezzo è promesso dal terzo al socio maggioritario che però "incassa" anche la rinuncia e la manleva, non si avrebbero le "stesse condizioni" per il socio minoritario il quale non ha, in ipotesi, nulla a che vedere con la responsabilità gestoria e per il quale la rinuncia non ha alcun valore economico. In altri termini, se il socio di maggioranza incassa X e si assicura rinuncia e manleva mentre il socio di minoranza incassa solo X, perché la rinuncia e la manleva non valgono niente per lui, le parti terzo-socio di maggioranza per obbligare il socio di minoranza dovrebbero attribuire un valore economico a quelle clausole, anche d'uso, che non hanno valore per il socio minoritario.

La fattispecie particolare, in secondo luogo, obbliga a valutare quale sia il rilievo che debba essere dato alle "condizioni", potenzialmente variabili all'infinito, che possano essere negoziate da socio di maggioranza e terzo (21).

Al riguardo, l'unica soluzione per conservare l'efficacia della clausola, e non incorrere in un'oggetto indeterminabile del contratto concluso tra socio di maggioranza e socio di minoranza, è considerare soggette all'equo apprezzamento del terzo (cioè le due parti dell'altro contratto) ex art. 1349 c.c. anche le "condizioni" contrattuali.

Il riferimento a identiche o pari "condizioni" nella co-vendita richiede, pertanto, implicitamente, in primo luogo, che il socio di maggioranza non negozi "condizioni" inusuali, irragionevoli o non di mercato (ad. es. un pagamento differito oltre termini generalmente accettati nella prassi di mercato). Le "pari condizioni", in secondo luogo, determinano essenzialmente che il terzo e il socio di maggioranza devono negoziare un'offerta che, per obbligare l'altro socio con la clausola di co-vendita, deve prescindere dalle caratteristiche personali dei due contraenti. La clausola ha infatti il senso di evitare una seconda trattativa tra terzo e socio di minoranza: la trattativa tra terzo e socio di maggioranza determina un'offerta che sia vincolante per il socio di minoranza allorché essa configuri un'offerta di acquisto che riguardi le azioni e ne fissi un prezzo e non la complessiva posizione del socio di maggioranza.

In pratica, si dovrà attribuire tendenzialmente un valore in denaro alla partecipazione (dal quale eventualmente sottrarre certi valori, in fase di pagamento del prezzo) ed il criterio è richiedere una tipologia di offerta che il socio di minoranza,

(21) Si pensi alla permuta con un bene che il terzo attribuisce al socio di maggioranza: questa condizione non sarebbe mai "pareggiabile" e l'offerta non sarebbe vincolante per il socio di minoranza; o a modalità di calcolo del prezzo che le parti reputino convenienti e che si riflettano in "condizioni" dell'acquisto (ad es. l'accollo da parte del terzo di alcune specifiche garanzie prestate dal socio di maggioranza o rinuncia di questo a crediti per finanziamenti; queste fanno figurare un prezzo più alto o più basso del valore effettivamente attribuito alla società ma non riguardano il socio di minoranza).

come venditore di azioni, avrebbe potuto ricevere anche solo per le proprie azioni e che si è impegnato ad accettare allo stesso prezzo promesso al socio di maggioranza (22).

In conclusione, le precedenti considerazioni spingono a concludere che, date le potenziali variabili della trattativa tra terzo e socio di maggioranza e considerato il requisito della determinabilità della prestazione, necessario perché la clausola rimanga efficace, il socio di minoranza è vincolato ad un'offerta che presenti, oltre ad prezzo non manifestamente iniquo, anche "condizioni" contrattuali il cui inserimento, per tipologia e contenuto, era prevedibile, "normale", equo nella determinazione situazione, o coerente con le prassi di mercato, ciò che consente di escluderne l'arbitrarietà.

6. Le conclusioni raggiunte (impugnazione del prezzo determinato per rinvio al contratto tra socio e terzo, solo se manifestamente iniquo o erroneo; onere di negoziare un'offerta che sia idonea ad essere accettata dal socio di minoranza in quanto non contiene "condizioni" irragionevoli o determinate dalla posizione del socio di maggioranza) non sembrano essere superate dalla circostanza, pure fatta valere nel caso di specie, che il contratto si formi tra il socio ed un terzo in collusione, con un terzo riconducibile al socio (ad. es. società controllata, società partecipata controllata da altri che abbiano altre partecipazioni in comune con il socio). Se tali caratteri di pregiudizio consistessero solo in un prezzo troppo basso, si potrebbe pensare che siano di per sé neutralizzati dalla possibilità che il socio obbligato eserciti la prelazione sul tutto ma non è detto che questi caratteri siano relativi solo al prezzo né è detto che vi sia sempre una clausola di prelazione.

Per le ipotesi di collusione tra terzo e socio di maggioranza e quindi di non genuina formazione di un prezzo tra due controparti contrattuali, il rimedio sembra essere quello della *exceptio doli*, che richiede una valutazione oggettiva dell'atto al quale resistere (23), ovvero quello della simulazione dell'offerta tra terzo e socio di maggioranza, allorché vi siano indizi, quali ad es. un alto tasso di conflittualità, il collegamento del terzo al socio di maggioranza, che evidenziano un procedimento negoziale di acquisto da parte del socio di maggioranza, attraverso il terzo (e non da parte del terzo).

Alla possibilità di valutare la natura di terzo dell'offerente — e quindi configurare l'offerta come idonea ad attiva l'obbligo di co-vendita — sembra funzionale anche l'affermazione del lodo per la quale l'offerta deve contenere una proposta di acquisto da parte di un certo soggetto (o, aggiungerei, la possibilità di nominare all'interno del gruppo). Tale carattere — oltre che con il diritto a sapere a chi il socio di minoranza vende le azioni, in quanto presumibilmente non riceverà il prezzo immediatamente — sembra collegato all'effettivo verificarsi della fattispecie dell'acquisto da parte di un terzo (e non del socio di maggioranza all'esito di un procedimento di acquisto).

L'ultima questione da affrontare è la seguente: l'attribuzione al "socio di maggioranza" del diritto di co-vendita è compatibile con il principio secondo il quale è solo la categoria di azioni a poter distinguere la posizione degli azionisti? Sul punto il lodo conclude per l'affermativa e la pronuncia si presenta come unica sulla questione.

La conclusione è condivisibile sia perché tra azione e azione continua a non esservi differenza sia perché, per rintracciare un divieto di attribuzione di diritti sulla

---

(22) Se quindi si presenta un'offerta del terzo che determini "condizioni" dell'acquisto che riguardino comunque la posizione di venditore e non quella di socio di maggioranza (ad es. a fronte di un prezzo eventualmente più basso, l'acquirente rinunci alla garanzie prestate generalmente dal venditore) l'offerta dovrebbe ritenersi vincolante. Infatti, anche se le condizioni sono riflesse in un prezzo più basso (per effetto ad es. delle mancate garanzie), l'interesse del socio di minoranza sarebbe protetto dall'art. 1349 c.c. sopra esaminato e l'offerta non vincolerebbe il socio.

(23) V. sul punto di recente MERUZZI (nt. 10) 363 ss., a proposito del rimedio dell'inefficacia rispetto all'atto abusivo, ove altri compiuti riferimenti.

base della individuazione di caratteristiche diverse dall'appartenenza ad una categoria azionaria si dovrebbe ritenere che la categoria è l'unico modo per distinguere anche gli azionisti (oltre che per distinguere le azioni). Tuttavia, questo monopolio dell'istituto della categoria viene ammesso per coerenza tipologica quando si tratta di escludere la legittimità di attribuzioni nominative di specifici diritti. Meno sicuro mi pare il criterio quando si tratta di conservare uno statuto senza attribuzioni nominative che si serve di certe soglie per l'imputazione di diritti. È infatti, in questo caso, che emerge che l'azione rimane assoggettata alle stesse regole ed è l'accidentale titolarità da parte di un soggetto a determinare l'imputazione a quel socio di uno specifico diritto (24).

Infine, una nota sulla natura parasociale della clausola. È sicuramente vero che, come nella prelazione può esservi un doppio interesse (25), così in astratto in ogni patto potrebbe rinvenirsi uno scopo di protezione di un interesse sociale (p.es., se la società può cambiare di mano più facilmente, per la possibilità di eliminare il socio d'intralcio, ed è possibile che essa avrà più facilmente accesso al finanziamento). In ogni caso, allorché la clausola è inclusa nello statuto, l'efficacia reale non vuole indicare una preclusione dell'efficacia del trasferimento (come, secondo la giurisprudenza, nel caso della prelazione). Essa, ma pare solo nei casi di clausola che preveda espressamente il passaggio della proprietà e non quindi nel caso in esame, indica la possibilità per la società di non ammettere più il vecchio socio, se il consenso di questo al trasferimento può essere considerato prestato al momento della stipula della clausola.

CARLO FELICE GIAMPAOLINO  
Prof. ord. di Diritto Commerciale  
nella Facoltà di Economia dell'Università di Roma "Tor Vergata"

(24) NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in A.A. VV., *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, I, 593 ss., ivi a 601, nt. 21.

(25) Per la tesi della natura parasociale della prelazione cfr. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche della circolazione*, Milano, 1993, 328 ss. Cfr., per la tesi del rilievo reale societario per la vicenda traslativa della clausola che però si riferisce ad interessi individuali, ANGELICI, *Azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Vol. 2\*, Torino, 1991, 190 ss.; ID., *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, 363 ss.; MELI, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Napoli, 1991, 209 ss.; STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, 125 ss..