



Clinica legale giurista d'impresa

Vincoli alla circolazione delle partecipazioni sociali

20 febbraio 2025

Dott. Francesco Perreca

Assegnista di ricerca in diritto commerciale

Università degli Studi di Napoli Federico II

Lehrbeauftragter für italienisches Gesellschaftsrecht

Universität Heidelberg



● Università
● degli Studi
della Campania
Luigi Vanvitelli

**Dipartimento di
Giurisprudenza**

Le clausole

01 **Prelazione**

- Definizione
- Modelli

03 ***Drag e tag-along***

- *Drag/bring-along*
- Modelli
- *Tag-along*
- Modello

02 **Riscatto**

- Definizione
- Modello

04 ***Russian roulette***

- Definizione
- peculiarità
- Modello



Clausole e patti relativi alla circolazione delle partecipazioni

PARASOCIALI

Vincolano solo le parti contraenti, con *efficacia obbligatoria*: in caso di violazione l'inadempiente sarà tenuto al risarcimento del danno

STATUTARI

Hanno *efficacia reale*, vincolano tutti i soci, presenti e futuri. Devono essere fatte valere dalla società nei confronti del terzo acquirente. Sulle conseguenze dell'alienazione in violazione di tali clausole si dibatte in dottrine e in giurisprudenza

01 *La clausola di* **Prelazione**



PRELAZIONE

Con la clausola di prelazione si impone al socio che intenda alienare le proprie partecipazioni di offrirle preventivamente agli altri soci e di preferirli a terzi



INTERESSI/FUNZIONI

La funzione principale della clausola di prelazione è quella di attribuire ai soci attuali uno strumento per evitare l'ingresso di terzi nella compagine sociale



PRELAZIONE (PURA)

In forza della clausola di prelazione, lo statuto può subordinare l'iscrizione dell'acquirente delle partecipazioni nel libro dei soci (per le s.p.a.) e nel registro delle imprese (per le s.r.l.) alla preventiva offerta delle partecipazioni ai soci attuali, a **parità di condizioni economiche** (prezzo richiesto o valore della quota e modalità di pagamento)



DENUNTIATIO

L'alienante ha un obbligo di denuncia (o ***denuntiatio***), per cui è tenuto a comunicare al prelazionario la proposta che intende avanzare a terzi o quella da essi ricevuta, con espressa indicazione delle condizioni economiche (una vera proposta di acquisto)



PRELAZIONE IMPROPRIA

È ammessa, altresì, la possibilità di prevedere clausole di prelazione che impongano un vincolo di prezzo, predeterminato o determinabile (ad. ed. da parte di un terzo arbitratore), c.d. prelazione *impropria* o *impura*



INTERESSI/FUNZIONI

In tal caso, la clausola mira a far prevalere l'interesse dei soci attuali a mantenere il controllo in società, rispetto a quello del socio uscente a ottenere il valore di mercato delle partecipazioni. Tuttavia, detto valore non può mai essere inferiore a quello fissato per il recesso

MODELLO DI PRELAZIONE

Art. 7

1. Il socio che intende, in tutto o in parte, cedere per atto tra vivi la propria quota deve **comunicare** la propria decisione agli altri soci, a mezzo di lettera raccomandata con ricevuta di ritorno, indicando: **le generalità del potenziale acquirente, il prezzo richiesto o il valore della quota e le modalità di pagamento.**
2. Entro il termine di decadenza di trenta giorni da tale notizia, gli altri soci possono **esercitare il diritto di prelazione** in proporzione alle quote possedute e, sempre a mezzo di lettera raccomandata con ricevuta di ritorno, comunicare al socio che intende alienare la loro decisione di acquistare le partecipazioni.
3. I soci aventi diritto potranno esercitare la prelazione **per il prezzo pari all'importo** in tal modo ad essi comunicato.
4. Il socio o i soci che intendano esercitare il diritto di prelazione dovranno darne comunicazione, al socio offerente, con lettera raccomandata con avviso di ricevimento, nel termine di trenta giorni dalla ricezione della proposta di alienazione.

Art. 7

[...]

- i. Nel caso in cui i soci prelazionari dichiarino di voler procedere all'acquisto delle partecipazioni offerte a terzi **il prezzo di cessione sarà determinato da un terzo arbitratore**, nominato tra gli iscritti al Registro dei Revisori contabili, di comune accordo o, in mancanza, dal Presidente del Tribunale del luogo in cui ha sede la società, e che pronuncerà la propria decisione - da comunicarsi senza indugio agli interessati, a mezzo lettera raccomandata con avviso di ricevimento - entro 60 (sessanta) giorni dalla sua nomina.
- ii. L'arbitratore, nel determinare il prezzo di cessione, dovrà tener conto **della consistenza patrimoniale della società, delle sue prospettive reddituali e dunque dell'eventuale valore integrativo dell'avviamento** e di ogni altra circostanza e condizione che viene normalmente tenuta in considerazione ai fini della determinazione del **valore delle partecipazioni sociali**.

02 *La clausola di* **Riscatto**



RISCATTO

Ai sensi dell'art. 2437-*sexies* c.c. è possibile stabilire che, in determinati casi di alienazione delle partecipazioni, la società o i soci (o terzi) abbiano il potere di riscattare, entro un determinato termine, le partecipazioni dell'alienante



PARTECIPAZIONI RISCATTABILI

I possessori di partecipazioni riscattabili si trovano in una posizione di soggezione rispetto all'esercizio del riscatto. Perciò, si impone la c.d. equa valorizzazione delle partecipazioni oggetto di riscatto: esse dovranno essere valorizzate tenendo conto della consistenza patrimoniale e delle prospettive reddituali della società, nonché valore di mercato.

Rimedio in caso di violazione dei vincoli relativi alla circolazione delle partecipazioni?

Secondo un orientamento, la stessa riscattabilità può essere prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere, al verificarsi di particolari eventi (ad esempio, a seguito del mancato rispetto del diritto di prelazione o di altro vincolo statutario alla circolazione ovvero per il superamento di un predeterminato limite di possesso, sia verso l'alto che verso il basso) (Cons. Not. Milano, *Massima* 99).

Tuttavia, prevale l'opinione secondo cui affinché possa procedersi al riscatto delle partecipazioni cedute in violazione dei limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni è necessario una clausola espressa.

Art. 7

- i. Per il caso di vendita delle azioni è riconosciuto ai soci il diritto di essere preferiti, a parità di condizioni, a terzi nell'acquisto. Pertanto, il socio che intende vendere tutte o parte delle proprie azioni dovrà comunicare la relativa proposta contrattuale, contenente l'indicazione del prezzo di vendita, agli altri soci, con lettera raccomandata a/r, entro giorni 30 dalla proposta ricevuta dal terzo.
- ii. In caso di alienazione a terzi in violazione del diritto di prelazione, **i soci avranno diritto di riscattare le azioni** acquistate da terzi.
- iii. Tale diritto deve essere esercitato entro giorni 30 dall'iscrizione di terzi acquirenti nel libro dei soci, mediante comunicazione con raccomandata a/r.
- iv. Il riscatto è esercitato al medesimo prezzo offerto dal terzo acquirente. Tuttavia, se tale importo dovesse risultare superiore di oltre un terzo al valore di recesso, i soci potranno chiederne la rideterminazione da parte di un esperto indipendente, il quale dovrà tener conto della consistenza patrimoniale della società, delle sue prospettive reddituali e dunque dell'eventuale valore integrativo dell'avviamento.

03 *Le clausole di* **Drag/bring e tag-along**



LA CLAUSOLA DI *DRAG-ALONG*

La clausola di *drag-along* attribuisce al socio cedente (solitamente di maggioranza) il diritto di trasferire o di obbligare a trasferire le partecipazioni degli altri soci (solitamente di minoranza), allo stesso acquirente e alle medesime condizioni economiche.

La clausola comporta l'obbligo del socio (solitamente) di minoranza di covendere la propria partecipazione al terzo acquirente, se richiesto dal socio di maggioranza.

STRUTTURA

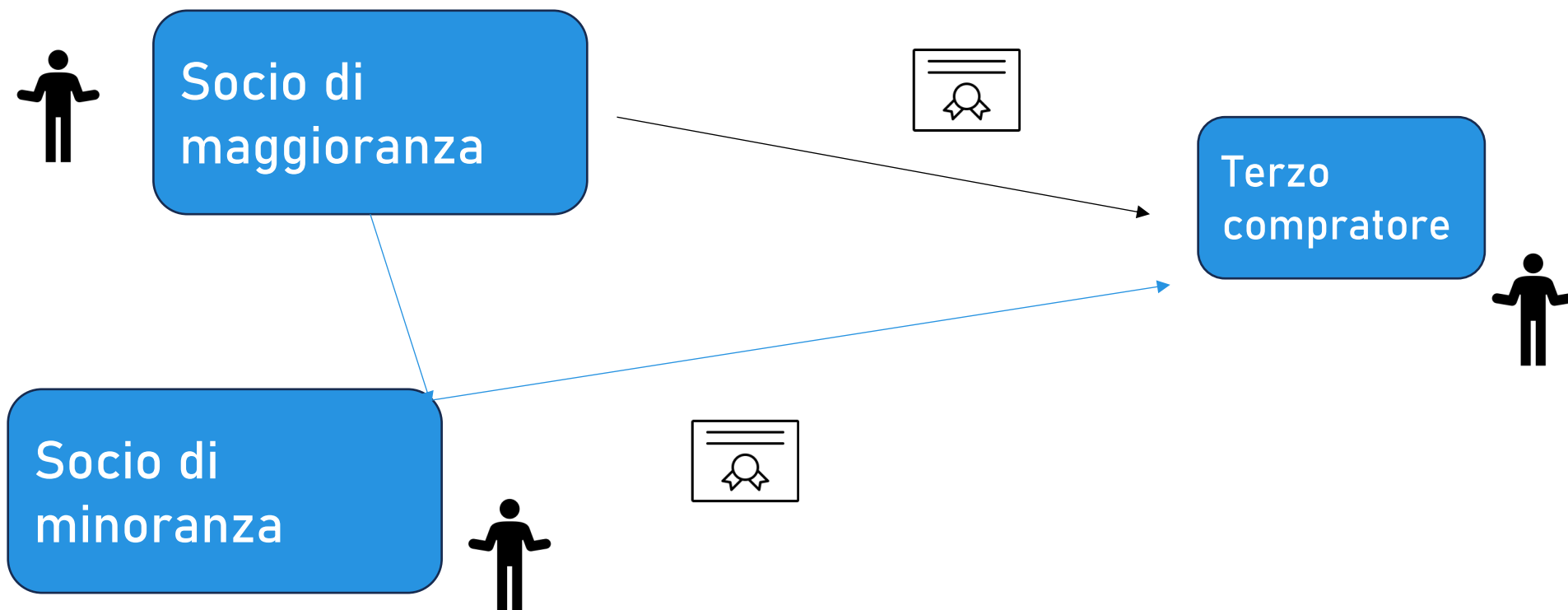
Tizio e Caio possiedono congiuntamente il 100% della Commerciale s.r.l. (Tizio possiede il 51%; o entrambi il 50%). Si accordano nel senso che ove Tizio o Caio vendano le proprie partecipazioni ad un terzo (e.s. Mevio), Tizio o Caio avranno il diritto di trascinare in co-vendita (“*drag-along*” o “*bring-along*”) le partecipazione dell’altro: perciò si attribuisce a ciascuno il diritto di vendere l’intera partecipazione al capitale alle medesime condizioni economiche. Tizio o Caio, a seconda dei casi, sono costretti a vendere a Mevio, ove Tizio o Caio intendano vendere le proprie partecipazioni.

FUNZIONE

Il *drag-along* facilita la vendita di un pacchetto rilevante o di controllo soddisfacendo l’interesse del socio a cui è riconosciuta (anche tutti) a realizzare l’investimento quando lo ritenga conveniente.

Campi di applicazione: *start-up*, operazione di *venture capital*.

DRAG-ALONG



Art. 7

1. Qualora uno o più soci di maggioranza intendano trasferire in tutto o in parte le proprie azioni ordinarie a favore di un terzo, di tal che il risultato finale sia la fuoriuscita della maggioranza del capitale sociale, essi dovranno darne comunicazione all'altro socio ovvero a tutti gli altri soci e all'organo amministrativo.
2. La comunicazione deve contenere le generalità del cessionario, il prezzo offerto e le condizioni del trasferimento.
3. Al verificarsi del presupposto oggettivo indicato, il socio di maggioranza avrà il diritto di richiedere agli altri soci di minoranza di vendere la medesima percentuale di azioni (proporzionale alla percentuale di azioni negoziata dal socio di maggioranza) al medesimo terzo cessionario alle stesse condizioni pattuite per sé.
4. Ogni socio di minoranza è obbligato a cooperare con il socio di maggioranza e ad assumere ogni iniziativa e/o comportamento che risulterà necessario per il perfezionamento della cessione al terzo acquirente.
5. Le azioni soggette al *drag-along* saranno quindi incluse nell'unica proposta di vendita agli stessi termini e condizioni già concordate fra il socio di maggioranza ed il terzo cessionario.
6. In ogni caso il valore di cessione del pacchetto azionario detenuto dal socio di minoranza e soggetto al *drag-along* non potrà essere inferiore al valore di liquidazione dello stesso, calcolato in base ai criteri legali previsti per il recesso, cui espressamente si rimanda.



LA CLAUSOLA DI *BRING-LONG*

La clausola di *bring-along* fa sorgere un diritto in capo al terzo acquirente di acquistare, alle medesime condizioni, anche le partecipazioni della minoranza, con conseguente obbligo dei soci di maggioranza e minoranza di vendere insieme i loro titoli.

MODELLO

Art. 7

1. Qualora il socio di maggioranza intenda trasferire in tutto o in parte le proprie azioni ad un terzo cessionario, che abbia formulato un'offerta di acquisto di dette azioni, il terzo ha diritto di ottenere anche l'acquisto di un numero di azioni possedute dal socio di minoranza, nelle proporzioni calcolate secondo [*specificare criterio di calcolo*].
2. I soci di minoranza avranno l'obbligo di vendere la relativa percentuale di azioni ai medesimi termini e condizioni previsti per la vendita delle azioni del socio di maggioranza.
3. Nel caso in cui il cessionario intenda acquistare azioni che rappresentino meno del ...% dell'intero capitale sociale, al socio di maggioranza non spetterà alcun diritto di *bring-along*.
4. [*indicazione delle forme di comunicazione (e dei mezzi alternativi che comunque assicurino la prova dell'avvenuta ricezione) da utilizzarsi fra le parti in detta procedura*].
5. In ogni caso il valore di cessione del pacchetto azionario detenuto dal socio di minoranza e soggetto al *bring-along* non potrà essere inferiore al valore di liquidazione dello stesso, calcolato in base ai criteri legali previsti per il recesso, cui espressamente si rimanda.



LA CLAUSOLA DI *TAG-ALONG*

La clausola di *tag-along* (*piggy-back*, *take-along*, accodamento) attribuisce ad alcuni soci, solitamente di minoranza, il diritto di trasferire la propria partecipazione in società, in occasione della cessione di altre partecipazioni, generalmente di maggioranza, beneficiando delle medesime condizioni economiche. In altre parole, un socio che decida di dismettere la propria partecipazione in società, ha l'obbligo di procurare ad un altro socio un'offerta che includa anche i suoi titoli. Specularmente, l'acquirente dovrà essere disposto ad acquistare le ulteriori azioni o quote proposte, qualora i soci decidano di usufruire del proprio diritto di accodarsi alla vendita

TAG-ALONG



STRUTTURA

Tizio e Caio possiedono congiuntamente il 100% della Commerciale s.r.l. (Tizio possiede il 51% o più). Si accordano nel senso che, ove Tizio venda le sue partecipazioni ad un terzo (Mevio), Caio ha il diritto di accodarsi alla vendita (“*tag-along*” o “*piggy-back*”) e quindi vendere anche le sue partecipazione a Mevio al medesimo prezzo e alle medesime condizioni negoziate da Tizio. Perciò, Tizio deve far sì che Mevio sia disposto ad acquistare anche le partecipazione di Caio.

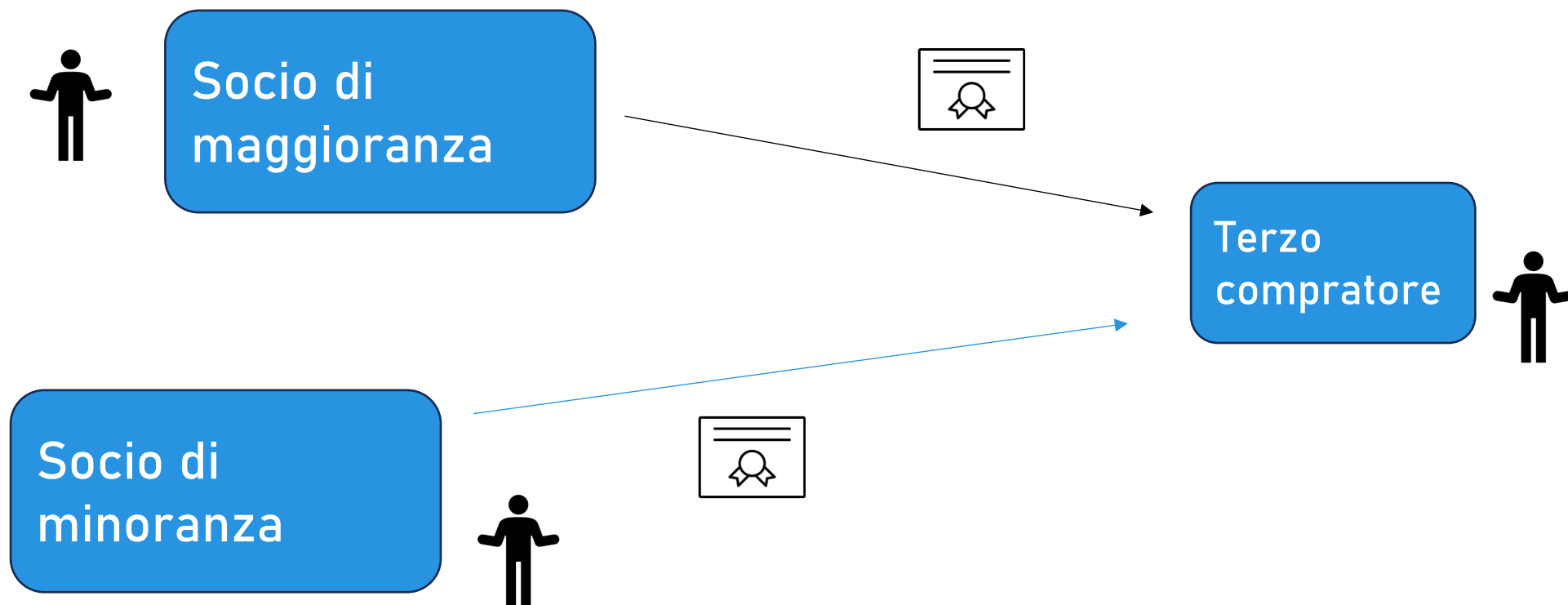


INTERESSI/FUNZIONI

Il *tag-along* soddisfa l’interesse di Caio a poter vendere allo stesso prezzo e condizioni pattuite tra Tizio e Mevio; queste condizioni includono un premio di maggioranza (Tizio infatti possiede il 51% o più).

Accodamento nelle società chiuse assolve alla medesima funzione di una regola che imponga l’obbligo di offerta pubblica con riferimento alle società quotate.

TAG-ALONG



Art. 7

1. Qualora uno o più soci di maggioranza intendano trasferire in tutto o in parte le proprie azioni ordinarie a favore di un terzo, di tal che il risultato finale sia la fuoriuscita della maggioranza del capitale sociale, essi dovranno darne comunicazione all'altro socio ovvero a tutti gli altri soci e all'organo amministrativo, mediante raccomandata a/r.
2. Nel caso in cui venga perfezionato l'accordo di trasferimento fra il socio di maggioranza e il terzo offerente, il socio di maggioranza dovrà far sì che il terzo offerente presenti al socio di minoranza un'offerta di acquisto ai medesimi termini e condizioni.
3. Ogni socio che eserciti il diritto di *tag-along* avrà diritto di trasferire tutte o parte delle proprie azioni, a favore dell'offerente, in aggiunta alle azioni dei soci che hanno effettuato la comunicazione in questione.
4. L'offerta di acquisto proveniente dal terzo deve essere irrevocabile per un periodo di 30 giorni dal ricevimento dell'offerta stessa. Durante il periodo indicato il socio di minoranza resta libero di accettare o meno detta offerta on lettera raccomandata a/r.
5. Il socio di maggioranza si asterrà in ogni caso dal vendere o comunque trasferire le proprie azioni a favore dell'offerente ove quest'ultimo non accetti di acquistare le azioni degli altri soci di minoranza che abbiano comunicato la propria intenzione di esercitare il diritto di *tag-along* nelle proporzioni come sopra calcolate.
6. Nell'ipotesi di trasferimento di azioni eseguito senza l'osservanza di quanto sopra prescritto, l'acquirente non avrà diritto di essere iscritto nel libro soci e non sarà legittimato all'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi.

04 *La clausola di* **Russian roulette**



Una rivoltella puntata alla tempia

Tizio e Caio possiedono congiuntamente il 100% della Camobasso s.r.l. (entrambi il 50%). Si accordano nel senso che ove uno dei due ritenga non più profittevole proseguire la società (anche per dissenso interno) può comprare la partecipazione altrui o vendere la propria, ovvero identificare un terzo disposto ad acquistare tutto. Chi prende l'iniziativa stabilisce il prezzo; l'altra parte decide se comprare o vendere (**Russian roulette, savoy o shotgun clause**).



DEFINIZIONE

La clausola di *russian roulette* è valida e meritevole di tutela, poiché diretta a risolvere una situazione di stallo nelle società paritetiche, mediante la riallocazione delle partecipazioni della società all'interno della medesima compagine sociale. Caratteristica essenziale della fattispecie è la remissione ad uno dei soci del potere di determinare il prezzo di vendita delle partecipazioni (l'iniziativa può essere affidata ad una sola delle parti o anche ad entrambe), all'altro, invece, è demandata la scelta se vendere le proprie partecipazioni, al prezzo offerto dal proponente o, al medesimo importo, acquistare le partecipazioni dell'altro (in tal caso, quest'ultimo sarà obbligato a vendere al prezzo da lui stesso determinato) (Trib. Roma, Sez. Impr., 19-10-2017; App. Roma, 3-2-2020; Cass., 25-7-2023, n. 22375). Dunque, la legittimità intrinseca della clausola risiede nell'attribuzione di una reciproca opzione di acquisto o di vendita a ciascun socio o ad almeno uno di essi.

RUSSIAN ROULETTE



INTERESSI/FUNZIONI

La funzione principale della clausola di *russian roulette* è quella di risolvere potenziali situazioni di stallo.

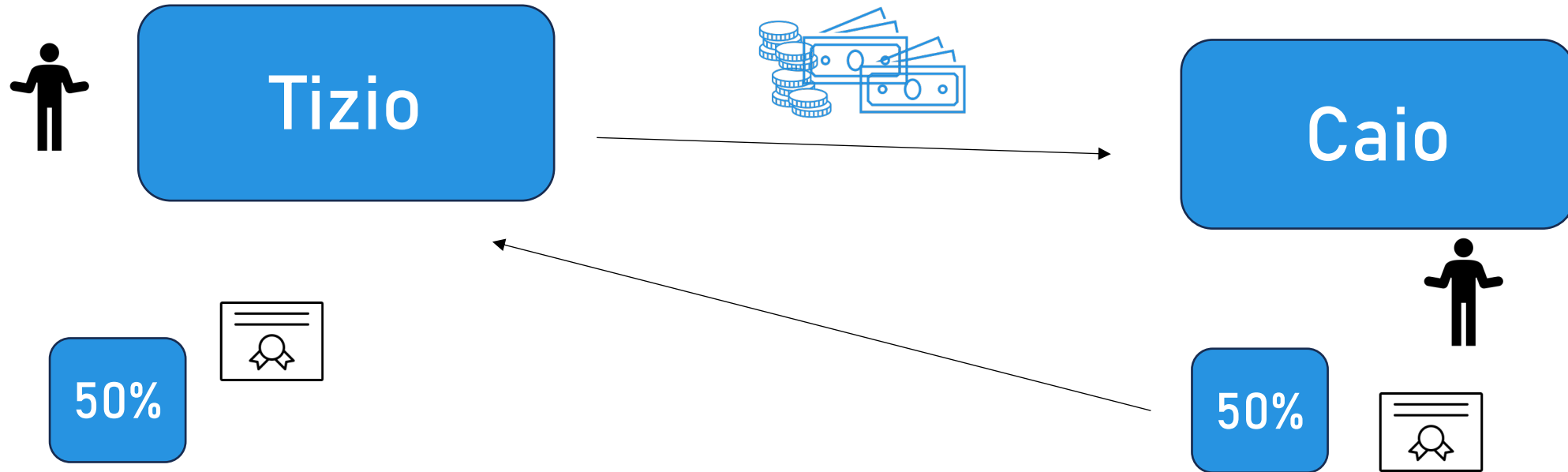
Le clausole miste (abbinate ad una *drag-along* o *tag-along*) consentono ai soci attuali di impedire l'ingresso di terzi in società.



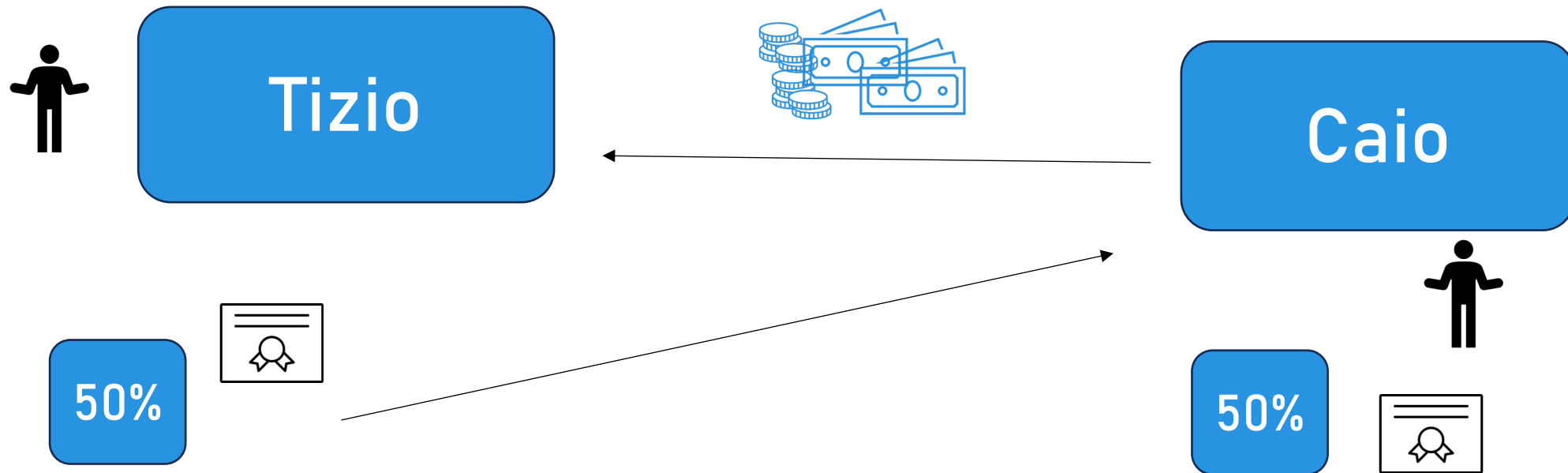
EQUA VALORIZZAZIONE?

La circostanza che la clausola di *russian roulette* possa essere azionata da una parte nella consapevolezza che l'altra parte non potrà fare altro che vendere, e che perciò la stessa clausola possa dare corso ad abusi, **non consente di ritenere che la clausola sia nulla qualora non consenta l'equa valorizzazione della partecipazione.**

RUSSIAN ROULETTE



RUSSIAN ROULETTE



Articolo 28 – Stallo dell’organo amministrativo (Statuto di *Muschio Selvaggio*).

1. Nel solo caso in cui si verifichi una situazione di perdurante stallo e/o incapacità dell’organo amministrativo di assumere decisioni in relazione all’operato della società e dunque del conseguimento del suo oggetto sociale per dissidio insanabile tra i soci e/o gli amministratori nominati da questi ultimi, si applicano le disposizioni che seguono.
2. Si precisa che per perdurante stallo (“*trigger event*”) si intende la incapacità di adottare alcuna delibera del consiglio di amministrazione, ove composto da un numero pari di componenti che non consenta di esprimere una maggioranza valida ai sensi di statuto, per un periodo di tempo pari o superiore ad almeno 6 (sei) mesi, non dipendente da motivazioni oggettive (es. malattia), bensì da un dissidio insanabile tra soci o amministratori. Non rientra in tale ipotesi la inattività di comune accordo del Consiglio medesimo. Per il computo del termine di sei mesi si applicano le disposizioni del codice di procedura civile.
3. Al verificarsi del *trigger event*, ciascuno dei soci (“parte proponente”) ha il diritto di proporre all’altro socio (“parte ricevente”) l’acquisto della quota di quest’ultimo ad un prezzo determinato, da versarsi in denaro, mediante invio di una comunicazione a mezzo raccomandata a/r o posta elettronica certificata.
4. La parte ricevente ha trenta giorni di tempo dalla ricezione della proposta per dichiarare con raccomandata a/r o pec se, alternativamente, intende: 1) accettare la suddetta proposta o 2) proporre un prezzo superiore per l’acquisto della partecipazione alla parte proponente con le modalità e i termini di cui sopra o 3) rifiutare la proposta, con connesso obbligo automatico, da parte della parte ricevente, di acquistare la partecipazione della parte proponente al prezzo determinato da quest’ultima per la proposta testé rifiutata.
5. In caso la proposta sia accettata o rifiutata (ipotesi enumerate num. 1 e 3 al precedente comma) il corrispettivo dovrà essere versato in denaro entro i termini tassativamente indicati nella proposta che avrà così valore di obbligazione cogente.
6. In caso sia proposto un prezzo superiore (ipotesi enumerata num. 2) il meccanismo di cui sopra sarà così ripetuto, al suddetto prezzo, sino a quando una delle due parti avrà prodotto gli effetti traslativi mediante accettazione o rifiuto.
7. La mancata risposta entro il termine di trenta giorni dalla ricezione della proposta si intende quale rifiuto alla stessa.
8. I soci hanno facoltà con decisione unanime di ritenere superata la fase di stallo e dunque non più operante il meccanismo di cui al presente articolo, quantunque principiato”.