



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

**DOTTORATO DI RICERCA IN AUTONOMIA PRIVATA, IMPRESA,
LAVORO E TUTELA DEI DIRITTI NELLA PROSPETTIVA EUROPEA
ED INTERNAZIONALE**

**CURRICULUM DI DIRITTO COMMERCIALE E DELL'ECONOMIA
(COORDINATORE CHIAR.MA PROF.SSA GIULIANA SCOGNAMIGLIO)
XXXVIII CICLO**

**EXIT FORZATO DEL SOCIO DI SOCIETÀ DI CAPITALI
ED EQUA VALORIZZAZIONE
DELLA PARTECIPAZIONE SOCIALE
TRA LEGGE ED AUTONOMIA STATUTARIA E PARASOCIALE**

**TUTOR
CHIAR.MO PROF.
ANTONIO CAPIZZI**

**DOTTORANDO
DOTT. GUIDO
PINTO**

Anno Accademico 2025-2026

ABSTRACT

Il principio di equa valorizzazione della partecipazione sociale – sancito dal Legislatore con specifico riferimento alla determinazione del valore della partecipazione nel caso di azioni riscattabili (ex art. 2437-sexies c.c.) e di esclusione del socio (ex art. 2473-bis c.c.), ove è espressamente richiamata la disciplina del recesso – è invocato, secondo la corrente giurisprudenza e la dottrina, anche notarile, quale “correttivo” ogniqualvolta si verificano ipotesi di c.d. “*exit forzato*”, ossia quando un socio partecipante ad una società di capitali si trovi a dover abbandonare forzatamente la compagine sociale.

Il sistema del diritto societario, sulla scia della riforma del 2003, è ispirato ad un’ampia flessibilità ed incoraggiamento dell’autonomia dei soci, seppur nel rispetto dei principi generali. D’altro canto, il riconoscimento e la conseguente applicazione di principi generali moderni, quale quello dell’equa valorizzazione, potrebbero costituire un limite alle esigenze del mercato e, pertanto, all’autonomia privata.

Dunque, la necessità di bilanciare la libertà economica con la libertà negoziale delle società e dei loro soci, nonché le ragioni dei creditori, impone una riflessione a proposito dei limiti alla autonomia negoziale e statutaria.

INDICE

INDICE.....	5
1. CAPITOLO 1 – RICOGNIZIONE DELLE FATTISPECIE DI EXIT FORZATO TIPICHE E ATIPICHE NELLE SOCIETÀ DI CAPITALI CHIUSE, E RELATIVI PROFILI SISTEMATICI E CRITICI.....	11
1.1 Sull’exit dalle società di capitali.....	11
1.2 Inquadramento delle fattispecie di exit forzato oggetto di analisi e piano dell’elaborato	14
1.3 Interessi tutelati e meritevolezza.....	16
1.4 Autonomia statutaria e autonomia negoziale tra statuto e patti parasociali.....	18
1.4.1. Inquadramento	18
1.5 Fattispecie tipiche di exit forzato.....	23
1.5.1. Azioni riscattabili.....	23
1.5.1.1. Rapporto con le azioni riscattande	27
1.5.1.2. Riscattabilità delle quote di società a responsabilità limitata	29

1.5.2. Esclusione	32
1.5.2.1. Esclusione “legale” nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata.....	33
1.5.2.2. Esclusione convenzionale, quale clausola statutaria delle società a responsabilità limitata.....	36
1.5.2.1. Esclusione nelle società cooperative	39
1.6 Clausole di exit forzato atipiche	41
1.6.1. Drag along	43
1.6.1.1. Rapporti con la clausola di tag-along.....	48
1.6.2. Vendita collettiva forzata.....	51
1.6.3. Prelazione impropria.....	52
1.6.4. Roulette russa.....	56
1.6.5. Partecipazioni sociali auto-estinguibili o a tempo	60
1.6.6. Opzioni put e call.....	64
1.6.7. Clausola di squeeze-out statutario.....	67
1.7 Introducibilità a maggioranza delle clausole statutarie di exit forzato atipiche	69
1.8 Il problema dell’abuso del diritto	73
1.9 Correttivi rispetto alle clausole di exit forzato atipiche e principio di equa valorizzazione.....	75

1.9.1. Drag-along.....	75
1.9.2. Vendita collettiva forzata.....	77
1.9.3. Prelazione impropria.....	78
1.9.4. Roulette russa.....	80
1.9.4.1. Aspetti civilistici di validità delle clausole di russian roulette.....	82
1.9.5. Partecipazioni sociali auto-estinguibili o a tempo	84
1.9.6. Opzioni put e call.....	85
1.9.7. Clausola di squeeze-out statutario.....	88
 2. CAPITOLO 2 – CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIALI.....	 91
2.1 Cenni sulle origini ed evoluzione del valore di liquidazione delle partecipazioni sociali.....	91
2.2 Criteri legali di valutazione delle azioni e procedimento di determinazione del valore.....	93
2.3 Criteri legali di valutazione delle quote di società a responsabilità limitata e procedimento di determinazione del valore	97
2.4 Criteri statutari in materia di determinazione del valore delle partecipazioni sociali	99

2.5	Derogabilità in <i>melius</i> o in <i>peius</i> dei criteri legali: i limiti dell'autonomia statutaria	101
2.5.1.	Criteri statutari sul valore di liquidazione della partecipazione applicabili alle società di "diritto singolare": la questione CDP S.p.A.	106
2.6	Libertà di determinazione del prezzo in materia contrattuale	109
2.6.1.1.	Ripartizione non proporzionale del valore di realizzo	111
3.	CAPITOLO 3 – IL PRINCIPIO DI EQUA VALORIZZAZIONE.....	116
3.1	Il problema: esiste un principio inderogabile di equa valorizzazione delle partecipazioni sociali?.....	116
3.2	Tesi positiva e argomentazioni a sostegno	117
3.3	Ambito di applicazione e conseguenze.....	122
3.4	Tesi negativa.....	124
3.5	La clausola statutaria nulla può essere convertita in pattuizione parasociale valida?.....	127

3.6	Alternative al principio di equa valorizzazione rispetto alle clausole di exit forzato	130
3.7	Rapporto tra il principio di equa valorizzazione e le clausole di <i>liquidation preference</i>	133
3.8	Il recesso “obbligatorio” o vincolato e il principio di equa valorizzazione.....	135
3.9	Exit forzato e equa valorizzazione nella Convenzione europea dei diritti dell'uomo (CEDU) e nella giurisprudenza della Corte EDU	139
3.10	Considerazioni conclusive, anche in prospettiva <i>de jure</i> <i>condendo</i>	141
BIBLIOGRAFIA.....		147

1. CAPITOLO 1 – RICOGNIZIONE DELLE FATTISPECIE DI EXIT FORZATO TIPICHE E ATIPICHE NELLE SOCIETÀ DI CAPITALI CHIUSE, E RELATIVI PROFILI SISTEMATICI E CRITICI

1.1 Sull'exit dalle società di capitali

L'oggetto del presente elaborato è rappresentato dalla disamina della tutela economica del socio delle società di capitali nei casi di exit forzato.

Tale discussione si innesta sulla dialettica tra l'autonomia delle parti e la tutela delle minoranze, che rappresenta uno dei temi centrali nella riflessione dottrinale e giurisprudenziale del diritto societario degli ultimi anni.

Al riguardo, tradizionalmente la protezione del socio di minoranza si è sviluppata attraverso gli strumenti di c.d. "voice", volti a consentirne la partecipazione attiva al governo societario.

Nei tempi più recenti si è progressivamente affermata, anche in Italia, una diversa tipologia di tutela del socio, fondata sul diritto di exit.¹

Con tale espressione si deve intendere la possibilità per il socio di società di capitali di disinvestire e, quindi, di fuoriuscire dalla compagine sociale al ricorrere di determinate circostanze, ricevendo un corrispettivo economico che esprima il valore - tipicamente monetario - della propria partecipazione.

¹ R. Rordorf, *Il socio sull'uscio: tra la dichiarazione di recesso e la liquidazione della quota*, in *Le Società*, 2026, 57 per cui la riforma del diritto societario del 2003 ha previsto "meno interferenze nei meccanismi decisionali, ma più possibilità per il dissenziente di uscire dalla società senza essere penalizzato da tale scelta".

Nell'elaborazione teorica economico-giuridica, la distinzione tra diritti di "voice" e diritti di "exit" trova le sue radici nella celebre bipartizione delineata all'inizio degli anni '70.²

Da un lato, vi sarebbero gli strumenti che permettono al socio di influire sull'andamento dell'organizzazione societaria (cosiddetti diritti di "voice"). Dall'altro lato, invece, i soci possono beneficiare degli strumenti giuridici che consentono loro di abbandonare la compagine sociale (cosiddetti diritti di "exit").

Tra gli strumenti previsti dal nostro diritto societario, l'alternativa si configura, quindi, come segue.

I diritti di "voice" comprendono quei diritti aventi carattere endosocietario quali, a titolo esemplificativo, il diritto di intervento e voto in assemblea, nonché l'impugnazione delle delibere, diritti che consentono, quindi, al socio di incidere sulle decisioni collettive.

I diritti di "exit", invece, si collocano su un piano distinto, offrendo una tutela non più "interna" alla organizzazione societaria, bensì "esterna" ad essa nell'accezione di cui appresso. A questo proposito, infatti, il diritto di exit determina l'uscita del socio dalla compagine sociale e, quindi, il relativo disinvestimento. Con l'exit, dunque, il socio mira ad ottenere il valore della propria partecipazione sociale uscendo dalla società.

Con riferimento al diritto di exit, esso si presenta in forme ampiamente differenti tra loro. A tal proposito, si suole distinguere l'exit volontario da quello involontario.

L'exit volontario abbraccia tutte le fattispecie che determinano l'uscita del socio dalla compagine sociale per una volontà del socio stesso. A titolo

² A.O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1970.

esemplificativo, tra i casi di exit volontario rientra il recesso. Tale è il diritto di sciogliere il rapporto sociale limitatamente a sé stesso, esercitabile dal socio al ricorrere di determinati presupposti, quali l'approvazione di talune modificazioni statutarie oppure di operazioni societarie straordinarie tali da avere un impatto significativo sullo schema societario. Nelle ipotesi in esame l'ordinamento riconosce un diritto potestativo, esercitabile unilateralmente da parte del socio, che consente a quest'ultimo di recedere dalla società ottenendo il valore della propria quota secondo criteri predeterminati. Inoltre, nella categoria dell'exit volontario oltre al recesso – che si caratterizza quindi per essere una reazione rispetto a taluni eventi societari predeterminati, per legge oppure dallo statuto sociale – si colloca il trasferimento volontario delle partecipazioni sociali.

Al riguardo, per le società di capitali (il riferimento qui è nel corpo del presente elaborato è alle società per azioni ed alle società a responsabilità limitata) vige il principio della libera trasferibilità³ delle azioni (ai sensi dell'art. 2355 bis c.c.) e delle quote (ex art. 2469 c.c.).

In dottrina, dunque, si tende a distinguere l'exit c.d. "attivo" ossia quello volontario, dall'exit c.d. "passivo".⁴ Diversamente da quello attivo, l'exit involontario nel diritto societario rappresenta un'ipotesi di dismissione della partecipazione sociale forzata, imposta da clausole statutarie oppure da clausole negoziali.

³ Principio che si è affermato dal '600 in poi, in quanto inizialmente lo statuto della Compagnia olandese delle Indie orientali (correva l'anno 1602) sanciva un diritto alla liquidazione delle azioni ogni ventennio, previsione poi eliminata, il che ha dato poi luogo al principio della libera trasferibilità delle partecipazioni, nonché il sorgere delle borse valori, come recentemente scritto da C. Frigeni, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2009, 9.

⁴ A. Benussi, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, a cura di P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca, Torino, Utet, 2011, 70.

1.2 Inquadramento delle fattispecie di exit forzato oggetto di analisi e piano dell'elaborato

All'interno del genus di exit forzato rientrano fattispecie distinte nei loro tratti caratteristici, ma accomunate – sul piano effettuale – dalla fuoriuscita forzata del socio dalla compagine sociale. “Forzata”, quindi, è da intendersi nel senso di “involontaria”, quale fenomeno che si verifica indipendentemente da un'espressione di volontà del socio al momento dell'uscita.

Nella prima parte del presente capitolo, quindi, saranno esaminate le fattispecie “tipiche” di exit forzato quali sono, da un lato, le azioni riscattabili (soffermandosi altresì sulla differenziazione rispetto alle azioni riscattande) e, dall'altro, la fattispecie dell'esclusione, sia nella declinazione di ipotesi “legale (come si avrà modo di precisare), che nella declinazione di esclusione convenzionale. Nell'odierno perimetro di indagine rientrano le società di capitali chiuse e, di conseguenza, il presente elaborato non avrà ad oggetto la disamina del c.d. “squeeze-out” di cui all'art. 111 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - TUF).⁵

Successivamente, invece, saranno oggetto di trattazione le clausole di exit forzato “atipiche” che la prassi negoziale ha visto affermarsi negli ultimi anni. Tali ipotesi si collocano all'interno di un sistema societario che, a seguito della

⁵ A mente del comma 1 della suddetta norma: “L'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento.”. Al riguardo le norme del TUF disciplinano altresì il relativo corrispettivo (art. 108 TUF).

riforma del 2003, ha ampliato l'autonomia statutaria,⁶ favorendo l'introduzione di meccanismi di uscita anche non tipizzati.

Nello specifico, saranno delineati i tratti caratteristici della clausole di trascinamento (c.d. *drag-along*) e sarà posta in evidenza la sua distinzione rispetto alla clausola di accodamento (c.d. *tag-along*). Inoltre, saranno analizzate le fattispecie della vendita collettiva forzata, della prelazione impropria, della roulette russa, delle partecipazioni sociali auto-estinguibili o a tempo, delle opzioni put e call, nonché del c.d. "squeeze-out" statutario.

Successivamente, dopo la disamina delle predette clausole di exit forzato, si procederà con la trattazione dei relativi "correttivi" che la dottrina (anche notarile) e la giurisprudenza hanno ritenuti necessari in relazione alle medesime clausole.

Nel secondo capitolo, quindi, si passerà in rassegna dei criteri di valutazione della partecipazione sociale previsti dalla legge e dei criteri che convenzionalmente si possono prevedere in relazione alla valutazione delle partecipazioni societarie, tanto al livello statutario quanto al livello contrattuale. nello specifico, si tratteggeranno i criteri statuari in materia di determinazione del valore delle partecipazioni sociali nonché la derogabilità in melius e in peius, nonché i relativi limiti dell'autonomia statutaria.

Per ultimo, nel terzo capitolo oggetto di esame sarà la questione relativa all'esistenza (o meno) del principio di valorizzazione delle partecipazioni sociali. Al riguardo, dapprima si approfondiranno sia la tesi positiva che la tesi negativa, con le relative implicazioni e conseguenze. Successivamente, si

⁶ In senso critico circa l'ampiezza dell'autonomia statutaria post-riforma, v. L. Enriques, C.A. Nigro, *No Private Ordering Please, We're Italian*, in *LawFin Working Paper No. 56, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 832/2025*, 1 marzo 2025, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5183266> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5183266>. Per una prospettiva statunitense, v. E. P. Welch, R. S. Saunders, *Freedom and its Limits in the Delaware General Corporation Law*, in *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 33, No. 3, 2008, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1314058>.

esamineranno talune questioni connesse all'affermazione di tale principio, quale la possibilità di convertire una clausola statutaria nulla (in quanto in contrasto con il suddetto principio) in pattuizione parasociale valida.

Inoltre, si vaglierà la possibilità di configurare alternative al principio di equa valorizzazione rispetto alle clausole di exit forzato che mirino alla protezione del socio di minoranza.

Dopo aver raffrontato il principio di equa valorizzazione con le clausole di liquidation preference, nonché di recesso vincolato, si tratteggerà, quindi, un excursus relativo al rapporto tra l'exit forzato e l'equa valorizzazione nella Convenzione europea dei diritti dell'uomo (CEDU) e nella giurisprudenza della Corte EDU.

Si concluderà, dunque, l'elaborato con talune considerazioni finali, anche de jure condendo, per stimolare il dibattito dottrinario in relazione a quanto in oggetto.

1.3 Interessi tutelati e meritevolezza

Le clausole di exit sono cruciali nel panorama degli investimenti, specialmente del venture capital.⁷ Difatti, l'investimento in start-up si contraddistingue da un elevatissimo rischio. Poche società target degli investimenti, infatti, saranno "cavalli vincenti" che remunereranno l'investimento compiuto dal venture capitalist; la maggior parte, invece, ossia tutte le altre società, sono c.d. "living

⁷ Il venture capital (letteralmente in italiano, "capitale di ventura") è una forma di finanziamento a medio-lungo termine apportata da investitori specializzati nel capitale di rischio di società non quotate, spesso start-up o imprese giovani con alto potenziale di crescita e innovazione tecnologica. Gli investitori si assumono un alto rischio d'impresa (rischio di fallimento) in cambio di una potenziale alta redditività, partecipando al capitale sociale e offrendo spesso competenze manageriali, di mentoring e networking, al fine di disinvestire quando la società aumenta di valore.

dead". Dal momento dell'investimento alla monetizzazione dello stesso – periodo caratterizzato dalla illiquidità dell'investitore – occorre attendere anni prima di poter "uscire" dall'investimento.⁸

A tal proposito, quindi, le clausole di exit forzato rappresentano un *genus* eterogeneo, all'interno del quale sono sussumibili fattispecie distinte quanto a presupposti, natura, funzione e funzionamento, ma accomunate dal medesimo effetto, ossia di imporre la fuoriuscita di un socio dalla compagine sociale.

Al riguardo, l'ordinamento ammette astrattamente la possibilità di creare figure contrattuali non tipizzate⁹ e le parti possono, pertanto, regolamentare i propri assetti negoziali anche al di fuori delle fattispecie tipiche previste dall'ordinamento.

Occorre, pertanto, vagliare la meritevolezza degli interessi perseguiti, ai sensi dell'art. 1322 c.c., parametro imprescindibile per valutare la validità delle clausole contrattuali atipiche. In particolare, detti schemi negoziali devono essere volti a perseguire interessi meritevoli di tutela.¹⁰ Ciò, anche alla luce del fatto che gli operatori che si trovano a negoziare fattispecie contrattuali come quelle in esame sono investitori sofisticati.¹¹

Tali considerazioni devono ritenersi applicabili tanto ai negozi giuridici stipulati tra privati, quanto ai patti sociali.

⁸ G. Salatino, *Un'introduzione al Venture Capital*, in *Giur. comm.*, 2024, 818 ss.

⁹ A titolo esemplificativo, con riferimento alle joint ventures, si veda D. Corapi, *Joint-venture (aspetti societari)*, in *Digesto*, 1992; B. Bonvicini, *Le "joint ventures": tecnica giuridica e prassi societaria*, Milano, Giuffrè, 1977.

¹⁰ P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 227 ss.; G.D. Mosco, C.A. Nigro, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in *AGE*, 2021, 257 ss.

¹¹ A proposito del bilanciamento tra autonomia privata nel caso di accordi negoziati tra investitori sofisticati e disponibilità dei fiduciary duties, si veda la pronuncia nello Stato del Delaware, *New Enterprise Associates 14, L.P., et al. v. Rich, C.A. No. 2022-0406-JTL*, (Del. Ch. May 2, 2023).

Dette riflessioni, come si avrà modo di esaminare, dipendono – anche (ma non esclusivamente) – dalla natura delle pattuizioni in esame e, specificamente, dalla circostanza che siano inserite nello statuto oppure consacrate all'interno di patti parasociali.

1.4 Autonomia statutaria e autonomia negoziale tra statuto e patti parasociali

1.4.1. Inquadramento

Le pattuizioni atipiche che saranno tratteggiate nei prossimi paragrafi sono state tradizionalmente – e più frequentemente collocate – all'interno di patti parasociali anziché esser inserite negli statuti delle società.¹²

Lo statuto, quale atto organizzativo fondamentale della società, contiene norme inderogabili per tutti i soci. Una clausola statutaria vincola indistintamente tutti i partecipanti, tanto i soci di maggioranza quanto i soci di minoranza, tanto i soci attuali quanto i soci futuri, ed è opponibile sia nei confronti dei soci che della società stessa. Inoltre, lo statuto è iscritto al Registro delle Imprese e l'introduzione, la modifica e la soppressione di clausole statutarie – in ossequio al principio maggioritario che vige nelle società di capitali – sono deliberate, salvo diverse disposizioni, a maggioranza¹³ e possono dar luogo al diritto di

¹² Come rilevato da S. Cools, *The Validity and Enforceability of Tag Along and Drag Along Clauses: A Comparative Analysis*, 15 febbraio 2019, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3334843> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3334843>. Amplius cfr. J. W. Bartlett, *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*, Aspen, 2014; J. Hewitt, S. Howley, J. Parkes, *Hewitt on Joint Ventures*, Sweet & Maxwell, Londra, 2024.

¹³ Si veda quanto infra specificato nei seguenti paragrafi.

recesso (ad esempio, se concernenti limitazioni al trasferimento delle partecipazioni sociali)¹⁴.

I patti parasociali¹⁵, invece, sono contratti stipulati tra taluni soci determinati.¹⁶ Secondo la ricostruzione dottrinaria tradizionale i patti parasociali si collocano su un piano distinto e separato, non soltanto per un profilo documentale, ma anche funzionale, rispetto all'atto costitutivo ed allo statuto delle società di capitali.¹⁷ Attualmente, i patti parasociali sono qualificati come contratti plurilaterali con comunione di scopo, caratterizzati da un collegamento negoziale unilaterale rispetto al contratto di società cui i patti parasociali accedono.¹⁸

¹⁴ Ai sensi degli artt. 2437, comma 2, lett. b), c.c., per quanto riguarda le società per azioni, e ai sensi dell'art. 2473, comma 1, c.c., per quanto riguarda le società a responsabilità limitata.

¹⁵ Per una risalente, ma autorevole, ricostruzione ante riforma si veda G. Oppo, *Contratti parasociali*, Milano, Vallardi, 1942. Per le monografie successive alla riforma, invece, cfr. V. Donativi, *Patti parasociali*, Torino, Giappichelli, 2022; M. Filippelli, *I patti di voto nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2022; A. Awwad Amal, *I patti parasociali nelle società chiuse*, Torino, Giappichelli, 2022; L. Sambucci, *Patti parasociali e fatti sociali*, Milano, Giuffrè, 2018; G.A. Mazza, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di «private equity» e «venture capital»*, Milano, Egea, 2017; E. Macrì, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, Giappichelli, 2007; C. Angelici, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 2004, 101 ss.; D. Proverbio, *I patti parasociali*, Milano, Ipsoa, 2004; G.A. Rescio, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, Torino, Utet, 2006. Inoltre, con riferimento a quanto in oggetto, si vedano M. Libertini, *Limiti di validità dei patti parasociali*, in *RULES (Research Unit Law and Economics Studies) Bocconi*, Paper No. 2013-7; M. Libertini, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, IV, Torino, Utet, 2007, 463; M. Perrino, *Commento agli artt. 2341 bis - 2341 ter*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, tomo I, Milano, 2016, 322 ss. Per una prospettiva comparatistica, si veda, J. Martinez Rosado, *Los pactos parasociales*, Madrid, Marcial Pons, 2017, che mette a confronto l'ordinamento spagnolo con *inter alia* il sistema italiano.

¹⁶ Si vedano le recenti considerazioni di A. Tucci, *La meritevolezza dei patti parasociali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 22 ss. e P. M. Sanfilippo, *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *NLCC*, 2014, 1035 ss. a proposito della meritevolezza degli interessi tutelati attraverso i patti parasociali, della causa del contratto e del controllo sull'autonomia contrattuale.

¹⁷ P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, Milano, Ipsoa, 2013.

¹⁸ Difatti, da un lato, il contratto sociale è indifferente rispetto al contenuto dei patti parasociali, mentre al contrario il patto parasociale non è indifferente rispetto agli eventi che interessano il contratto sociale. A tal proposito, si veda G. Oppo, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle*

Detti patti non sono opponibili nei confronti dei soci futuri, né nei confronti dei soci che non hanno stipulato il patto parasociale, oppure dei terzi in generale nonché della società, in quanto sono validi ed efficaci esclusivamente tra i paciscenti (*inter partes*),¹⁹ potendo però allo stesso tempo determinare diritti in capo ai non paciscenti secondo lo schema del contratto in favore di terzo.²⁰

In caso di violazione – in ossequio alla disciplina in materia contrattuale – la tutela spettante al socio parte del contratto è obbligatoria e consiste nel diritto al risarcimento dei danni. Ciononostante, al riguardo è stata proposta una interpretazione più liberale, consistente nella teoria della c.d. “efficacia corporativa dei patti parasociali”, in virtù della quale i patti parasociali sarebbero opponibili nei confronti della società.²¹

obbligazioni e diritto delle società, in *Riv. dir. civ.*, 1987, 517 ss.; G. Oppo, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. not.*, 1987, 647 ss.

¹⁹ In ossequio al principio della relatività degli effetti del contratto di cui all’art. 1372, comma 2, c.c. in virtù del quale il contratto non produce effetti nei confronti dei terzi, salvo che la legge preveda diversamente. In questo senso, *inter alia*, si veda il recente contributo di M. Filippelli, *Patto parasociale di voto a favore di terzo e legittimità del patto di nomina degli amministratori per una durata superiore al triennio*, in *Giur. comm.*, 2023, 263 ss., per cui è proprio il principio di non-interferenza tra piano sociale e parasociale a sorreggere la legittimità dei patti parasociali.

²⁰ Si veda sul punto il recente contributo della giurisprudenza di legittimità, Cassazione civile sentenza n. 36092/2021, con nota di M. Filippelli, *Patto parasociale di voto a favore di terzo e legittimità del patto di nomina degli amministratori per una durata superiore al triennio*, cit., 263 ss. Si rinvia a tale contributo per i copiosi riferimenti dottrinari e giurisprudenziali in merito al rapporto tra patti parasociali e stipulazione in favore di terzo.

²¹ Come ricostruito – con ricchi riferimenti comparatistici – da G.B. Portale, *Patti parasociali con “efficacia corporativa” nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, 1 ss., nonché come illustrato – con riferimenti alla giurisprudenza di merito degli ultimi anni – da S. Luoni, *Patto parasociale tra problemi di forma e conseguenze in caso di inadempimento*, in *Giur. it.*, 2018, 398 ss. Su questo punto, cfr. Tribunale Milano, 10 ottobre 2022 (ordinanza), con la nota di M.L. Passador, *Patti parasociali nella S.r.l.: efficacia obbligatoria e profili procedurali*, in *Giur. it.*, 2023, 131 ss., per cui in un procedimento d’urgenza ex art. 700 c.p.c. in relazione all’adempimento di un patto parasociale, il Tribunale, accogliendo il ricorso del socio leso dall’inadempimento di altro socio-paciscente, ha affermato che l’imposizione (mediante tutela ex art. 700 c.p.c.) in capo ad un socio di votare in assemblea in linea con quanto previsto dal patto parasociale “non si risolve in una tutela reale, né nell’attribuzione al patto obbligatorio di una qualche efficacia reale atteso che il provvedimento eventualmente impartito resta vincolante nei soli rapporti tra i paciscenti senza che possa incidere sulla validità degli atti societari, sul contenuto della delibera e sul funzionamento degli organi societari, senza che si possa sostituire la presenza del socio in assemblea con altri. Né è di ostacolo all’ammissibilità di un tale tipo di tutela d’urgenza l’ineseguità in via coattiva della pronuncia, considerato

A proposito dei patti parasociali, la Riforma del 2003 ha fissato un limite di durata massima – quinquennale – per i patti parasociali relativi a società non quotate su mercati finanziari.²² Di talché è stato affermato che detta circostanza abbia concorso allo spostamento (per qualcuno ad una massiccia “migrazione”²³) delle pattuizioni in esame dal piano parasociale al piano sociale.²⁴

Alla luce della suddetta distinzione tra clausole statutarie e patti parasociali, la collocazione nell’una oppure nell’altra sede incide in maniera determinante sulla loro disciplina giuridica e sulla loro efficacia.

Al riguardo, notevoli conseguenze derivano dall’assurgere a regole statutarie oppure parasociali, in termini di efficacia reale (essendo opponibili, se statutarie, anche nei confronti della società, e vincolando tanto i soci attuali quanto i soci futuri) e di tutela (non solo risarcitoria, come nel caso dei patti parasociali, ma anche di opponibilità verso la società), nonché di quorum (per l’adozione di delibere societarie vige il principio maggioritario, mentre occorrerebbe l’unanimità per il caso di modifica di patti parasociali)²⁵, e di durata (gli statuti sociali non sono soggetti al limite temporale previsto per i patti parasociali). Dette implicazioni stimolano gli approfondimenti che

l’orientamento consolidato della Corte di legittimità circa la possibilità di emettere condanne ad un facere infungibile (Cass 9957/1997 e Cass 19454/2011)”.

²² A proposito del rinnovo dei patti parasociali, M. M. Pratelli, *Rinnovo di patti parasociali e opzioni put & call*, in *Giur. comm.*, 2010, 931 ss.

²³ M. Del Linz, *L’introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, 1073.

²⁴ Massima n. 88 Consiglio notarile Milano, *Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l’obbligo di “covenant” delle partecipazioni (artt. 2355-bis e 2469 c.c.)*, 22 novembre 2005, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/88/>.

²⁵ Il punto, che può dirsi pacifico, è stato recentemente ed autorevolmente attenzionato dalla giurisprudenza arbitrale e, specificamente, dal Lodo Arbitrale 6 dicembre 2018 Pres. Prof. M. Stella Richter, per cui “*in particolare, ne discende che la maggioranza dei soci potrà, sulla base dell’autonomia statutaria, discrezionalmente incidere sull’interesse organizzativo e quindi sul valore e sul piano sociale della clausola, ma non anche su quello individuale e quindi sul piano parasociale (che, per essere modificato, presupporebbe invece la unanimità dei consensi)*”, con nota di N. Ciocca, *Alcune considerazioni su prelazione e recesso nella s.r.l.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 463 ss.

seguono alla luce dei principi che l'ordinamento prevede ai fini del giudizio di validità delle clausole statutarie limitative della circolazione delle partecipazioni.

Specificamente, nel caso in cui le pattuizioni sono contenute nei patti parasociali, si tende a ritenere che le stesse siano soggette alla disciplina ed ai principi applicabili in materia di contratti e non di società.²⁶

Di conseguenza, a titolo di esempio e come si avrà modo di approfondire nel corso del presente elaborato, le norme in tema di valorizzazione della quota del socio uscente in caso di riscatto trovano applicazione alle clausole contenute in uno statuto e non a quelle contenute in un patto parasociale.²⁷

Al contrario, si ritiene che gli statuti siano soggetti allo scrutinio di meritevolezza in base a criteri operanti in materia societaria.²⁸

Dunque, la scelta tra statuto e patto parasociale è cruciale. Nel primo caso si privilegiano certezza e stabilità. Nel secondo caso, invece, riservatezza (non essendo oggetto di disclosure per quanto riguarda le società chiuse, né di iscrizione al Registro delle Imprese, né all'apertura delle assemblee come previsto ex art. 2341-ter c.c. per le società quotate) e flessibilità negoziale (non dovendo attivare, in caso di modifica, la procedura endosocietaria di modifica dello statuto sociale, con il necessario intervento del notaio). Inoltre, ed è questo

²⁶ C. Angelici, *Tra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, 25 agosto 2011, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1988343> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1988343>, 30; M. Ventoruzzo, *Accordo di riacquisto quote, disciplina del recesso e dell'esclusione del socio e rapporti tra statuto e accordi parasociali*, in *Le Società*, 2023, 701 ss.

²⁷ Massima n. 181 Consiglio notarile Milano, *Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cowboy»)* (artt. 2437-sexies, 2473-bis c.c.), 9 luglio 2019, disponibile presso <https://www.consigionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/181/>.

²⁸ Per una panoramica relativa al sindacato di meritevolezza sugli statuti societari, cfr. P. M. Sanfilippo, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2015, 159 ss.

forse il punto cruciale, la differenza attiene, seppur parzialmente, ai principi giuridici applicabili (in materia di contratti oppure in materia societaria).

1.5 Fattispecie tipiche di exit forzato

1.5.1. Azioni riscattabili

Tra le diverse fattispecie di exit forzato “tipiche” – ossia che trovano un fondamento normativo espressi ed una regolamentazione puntuale – figurano le azioni riscattabili.

Tali sono le azioni caratterizzate dall’attribuzione di un diritto di riscattare le medesime azioni in favore della società oppure in favore dei soci.

Le azioni riscattabili intese come figura generale del diritto societario sono state previste dal Legislatore con la riforma del 2003 e, segnatamente, all’art. 2437-sexies c.c..²⁹

Prima di detta riforma, infatti, l’unica fattispecie di riscatto azionario disciplinata dal codice civile era legata all’acquisto delle azioni proprie, nel contesto di una peculiare modalità di riduzione del capitale sociale da attuarsi mediante il riscatto azionario con annullamento delle azioni riscattate.³⁰

²⁹ La Relazione alla riforma del diritto societario 2003 (Schema di decreto legislativo recante: *“Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366”*) nel paragrafo 4 (Della disciplina delle azioni) al riguardo recita: *“...con l’art. 2437 sexies, si sono espressamente previste le azioni riscattabili. Sicché esse, che si sono rivelate di particolare utilità in circostanze come quelli in cui la partecipazione del socio si spiega alla luce di rapporti extrasociali, per esempio di lavoro o di fornitura, debbono ormai ritenersi espressamente ammesse. Si è precisato in proposito, al fine di tutelare il capitale sociale, che il loro valore di riscatto è determinato secondo i criteri previsti per l’ipotesi di recesso e che resta salva l’applicazione della disciplina dell’acquisto di azioni proprie”*.

³⁰ Ai sensi dell’art. 2357 bis, comma 1, n. 1, c.c. previgente (sostanzialmente invariato con la Riforma del 2003 suddetta).

Con riferimento alla figura delle azioni riscattabili, occorre precisare che con tale espressione è necessario distinguere due ipotesi distinte.³¹

In primo luogo, il riferimento è a una categoria speciale di azioni che la società oppure i soci possono riscattare e, quindi, le azioni riscattabili costituiscono la peculiarità della categoria speciale di azioni in esame.

In secondo luogo, il riferimento è inteso alla clausola statutaria per la quale tutte le azioni – e non soltanto quelle di cui alla predetta categoria speciale – sono riscattabili dalla società oppure dai soci.³²

Per quanto riguarda i soggetti ai quali è possibile attribuire il diritto di riscatto in esame, la legge espressamente indica la società oppure, genericamente, i soci. Quanto a questi ultimi, si reputa – coerentemente con il principio di uguaglianza che connota le azioni – che il diritto di riscatto spetti a tutti i soci, oppure a tutti i soci titolari di una categoria speciale di azioni.

Inoltre, per quanto la natura giuridica delle azioni riscattabili, si ritiene che il riscatto sia inquadrabile tra i diritti potestativi. Ciò in considerazione del fatto

³¹ M.S. Spolidoro, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *Rivista del notariato*, 2023, 255 ss. Con riferimento alle azioni riscattabili si vedano – *ex plurimis* – i seguenti contributi dottrinari: A. Paciello, *Commento all'art. 2437 sexies c.c.*, in *Società di capitali*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, 1145 ss.; S. Carmignani, *Commento all'art. 2437 sexies c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, Torino, Giappichelli, II, 2003, 902 ss.; L. Calvosa, *Azioni riscattabili*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, tomo II, Milano, 2016, 2560 ss. A proposito del riscatto nella prelazione: N. Baccetti, *Sul riscatto nella prelazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 107 ss.; G. Ferri Jr, *Prelazione statutaria e riscatto azionario*, in *Giur. comm.*, 2015, 299 ss.

³² A tal proposito, v. le seguenti monografie: M. L. Vitali, *Le azioni riscattabili*, Milano, Giuffrè, 2013; G. Di Cecco, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, Giappichelli, 2013. A proposito della dottrina notarile, cfr. Massima n.99 Consiglio notarile Milano, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto (art. 2437-sexies c.c.)*, 18 maggio 2007, disponibile presso <https://www.consigionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/99/>. Quanto alle considerazioni ante riforma del 2003, si veda il contributo di L. Calvosa, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1995; M. Perrino, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, Giuffrè, 1997. Con riferimento all'introducibilità a maggioranza, cfr. M. Maugeri, *Se sia legittimo introdurre nello statuto una clausola che attribuisce alla società la facoltà di «riscattare» le proprie azioni*, in *Società di capitali. Casi e materiali*, a cura di A. Gambino, Torino, Giappichelli, 2006.

che, mentre i riscattanti – ossia la società oppure il socio (dal lato attivo del rapporto obbligatorio) – sono titolari del diritto di riscatto, il socio riscattato (dal lato passivo del rapporto obbligatorio) versa in una situazione di soggezione e nessuna attività è tenuto a compiere al fine di consentire ai soggetti riscattanti di esercitare detto diritto.³³

Quanto ai presupposti che legittimano l'esercizio del diritto di riscatto, spetta allo statuto la previsione delle varie fattispecie. Al riguardo si osserva come nel corso degli anni l'autonomia statutaria abbia elaborato una pluralità di ipotesi.

A titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, si segnalano il superamento di determinate soglie di partecipazione al capitale sociale, la venuta meno di requisiti soggettivi dei soci, l'inattività oppure irreperibilità del socio³⁴, oppure, come recentemente attenzionato dalla Corte di Cassazione, in caso di inadempimento delle prestazioni accessorie ex art. 2345 c.c..³⁵

Con riferimento ai presupposti applicativi della clausola in esame, è stato sostenuto da una certa dottrina notarile che sarebbe altresì legittima la clausola dello statuto sociale che sancisce la soggezione della partecipazione societaria ad una società di capitali al diritto di riscatto che può essere esercitato *ad nutum* da parte del soggetto riscattante, senza alcuna individuazione di condizioni o termini per il relativo esercizio.³⁶

³³ Al riguardo – e in particolare con riferimento alla distinzione della natura giuridica del riscatto tra il piano civilistico ed il piano societario – si veda C. Di Bitonto, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 sexies c.c.*, in *Le Società*, 2008, 415 ss.

³⁴ Massima H.I.29 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie - *Legittimità della clausola di riscattabilità delle azioni del socio inattivo o irreperibile* – 1° pubbl. 9/19 – motivato 9/19.

³⁵ Cassazione Civile, Sez. I, 10 maggio 2023, n. 12498, con nota di C. Di Bitonto, *La Suprema Corte fa il punto sul riscatto azionario, quale valida sanzione dell'inadempimento delle prestazioni accessorie ex art. 2345 c.c.*, in *Le Società*, 2024, 449 ss.

³⁶ Come sostenuto dal notariato fiorentino nella Massima n. 87/2024 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Riscatto ad nutum nelle società di capitali*.

Ipotesi peculiare di riscatto si rinviene nell'ambito delle successioni a causa di morte, ove l'autonomia statutaria può prevedere clausole di riscatto per il momento in cui il socio persona fisica abbia cessato la propria esistenza. Nello specifico, ai soci superstiti è attribuito il potere di riscattare, dagli eredi del socio defunto, le partecipazioni sociali di cui il *de cuius*³⁷ era titolare prima dell'apertura della successione.³⁸

In relazione ai criteri di valutazione delle azioni riscattate, le disposizioni in materia richiamano espressamente la disciplina in materia di recesso.³⁹ Inoltre, nel caso specifico di vendita congiunta da parte di più soci, sarebbe legittima una ripartizione non proporzionale del corrispettivo dell'alienazione⁴⁰.

Peraltro, si ritiene che le disposizioni in materia di valutazione della liquidazione del socio uscente di cui al recesso richiamate in caso di esercizio del diritto di riscatto troverebbero applicazione esclusivamente in relazione alle previsioni statutarie, in quanto oggetto di espresso richiamo normativo di cui all'art. 2437-sexies c.c. Al contrario, la normativa in materia di recesso non troverebbe applicazione alle azioni riscattabili che fossero previste in pattuizioni aventi natura parasociale.⁴¹

³⁷ Il "de cuius" è la persona la cui eredità è oggetto di successione, secondo la terminologia giuridica italiana tratta dal latino *is de cuius hereditate agitur* ("colui della cui eredità si tratta").

³⁸ Massima H.I.9 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Patti successori e limiti al trasferimento mortis causa*, 1° pubbl. 9/04.

³⁹ Art. 2437 sexies c.c.

⁴⁰ Massima n. 126 Consiglio notarile Milano, *Ripartizione non proporzionale del corrispettivo della vendita o del riscatto di partecipazioni sociali (artt. 2348 e 2468 c.c.)*, 5 marzo 2013, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/126/>. Al riguardo si rinvia agli approfondimenti di cui al prossimo capitolo.

⁴¹ Al riguardo, si rinvia alle considerazioni di cui al successivo capitolo per quanto riguarda i patti parasociali.

Infine, è possibile che, per espressa previsione statutaria, le azioni di riscatto siano accompagnate dall'insorgenza di obbligazioni di natura pecuniaria a titolo di penale in caso di inadempimento di obbligazioni statutarie.⁴²

1.5.1.1. Rapporto con le azioni riscattande

Distinte rispetto alle azioni riscattabili di cui al paragrafo che precede, sono le c.d. "azioni riscattande". Tali sono le azioni speciali caratterizzate dalla previsione del diritto di vendita attribuito al socio titolare delle medesime azioni nei confronti di altri soggetti.⁴³

La legittimità delle azioni riscattande è stata autorevolmente sostenuta sia dalla dottrina notarile romana⁴⁴ che dalla dottrina notarile toscana.⁴⁵

Le azioni riscattande costituiscono un ulteriore strumento che gli investitori che partecipano al capitale di rischio (ossia i soci) hanno a disposizione per tutelare il proprio diritto al disinvestimento.

⁴² Cfr. Massima n. 198 Consiglio notarile Milano, *Penali statutarie e liquidazione delle azioni in caso di riscatto o esclusione* (artt. 2342, 2345, 2437-sexies, 2473-bis c.c.), 23 novembre 2021, disponibile presso <https://www.consigionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/massima-n-198-del-23-novembre-2021-penali-statutarie-e-liquidazione-delle-azioni-in-caso-di-riscatto-o-esclusione-artt-2342-2345-2437-sexies-2473-bis-c-c/>.

⁴³ A tal proposito, si veda L. Genghini, P. Simonetti, *Le società di capitali e le cooperative*, Milano, Wolters Kluwer Cedam, 2022, 281-282.

⁴⁴ Massima n. 5 della Commissione del Consiglio Notarile di Roma, *Azioni redimibili*, in *Riv. not.*, 2016, 766-767. Contributo commentato da E. Cossu, *Azioni redimibili. Commento all'Orientamento numero 5 del 2016 della Commissione del Consiglio notarile di Roma*, in *Quaderni DB*, n. 1/2019 – *Orientamenti notarili commentati in materia di diritto societario*, a cura di A. Sacco Ginevri, 129 ss.

⁴⁵ Massima n. 67/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*. Contributo commentato da A. Zorzut, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino. Commento all'Orientamento numero 67 del 2018 dell'Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*, in *Quaderni DB*, n. 1/2019 – *Orientamenti notarili commentati in materia di diritto societario*, a cura di A. Sacco Ginevri, 29 ss.

Il diritto racchiuso nell'azione riscattanda, quindi, si configura come diritto potestativo di vendita (opzione c.d. "put") distinto ed autonomo rispetto al diritto di recesso⁴⁶. Inoltre, netta risulta essere la distinzione rispetto alle azioni riscattabili, che invece attribuiscono al socio titolare la posizione di soggetto passivo del diritto potestativo di riscatto da parte di determinati soggetti (ai quali sarebbe attribuita un'opzione c.d. "call", ossia di acquisto).

Al riguardo, tale distinzione rispetto alle azioni riscattabili giustificherebbe la non necessità – per quel che riguarda le sole azioni riscattande – di prevedere criteri di determinazione del prezzo di vendita almeno pari a quelli esistenti in tema di liquidazione della quota del socio receduto. Tra i requisiti di validità delle azioni riscattande, quindi, non assumono rilevanza le previsioni previste in materia di azioni riscattabili (di cui all'art. 2437-sexies c.c.).⁴⁷

Pertanto, con specifico riferimento alla determinazione del prezzo di vendita delle azioni riscattande, è stato affermato che possono essere previsti criteri *"più penalizzanti e termini di pagamento meno favorevoli"* rispetto a quanto previsto dalla legge in materia di recesso con riferimento alla liquidazione della partecipazione del socio receduto.⁴⁸

Al fine di scongiurare il rischio di incorrere nel divieto del patto leonino per le azioni riscattande, bisogna distinguere a seconda del soggetto su cui grava l'obbligo dell'acquisto. Se l'obbligo grava sulla società, le azioni riscattande

⁴⁶ Nel caso di specie, in primo luogo dal punto di vista strutturale nelle azioni redimibili vi è un soggetto passivo dell'obbligazione, a carico del quale vi è un obbligo di acquisto, mentre nel recesso la struttura del negozio è unilaterale. Inoltre, da un punto di vista di disciplina, ai soci è attribuita maggiore autonomia statutaria in tema di azioni redimibili, rispetto alla fattispecie del recesso. Al riguardo, v. A. De Costa, *Le azioni redimibili*, in *Azioni e altri strumenti finanziari*, a cura di C. Marchetti, Torino, Giappichelli, 2021, 6-7; nonché F. Colognato, L. Salvatore, *Azioni redimibili e azioni riscattabili*, in *La rivista delle operazioni straordinarie*, 2017, 9 ss.

⁴⁷ C. Cengia, *Azioni riscattande: i notai definiscono i criteri per la loro validità*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 26 marzo 2018.

⁴⁸ Massima n. 67/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*.

diventeranno azioni proprie all'esito dell'acquisto da parte della società, nel qual caso trovano applicazione i presidi previsti dalla legge in materia di azioni proprie.⁴⁹ Se, invece, l'obbligo di acquisto grava sugli altri soci, l'unico limite per la determinazione del prezzo sarebbe rappresentato proprio dal divieto di patto leonino (in quanto evidentemente non troverebbero applicazione le cautele di cui sopra in relazione alle azioni proprie).

Infine, con riferimento ai presupposti della redimibilità, si ritiene che l'autonomia statutaria goda di piena libertà nella determinazione e che, quindi, possa ancorare il diritto di vendita del socio titolare delle azioni riscattande a diversi eventi concernenti la società (quali, ad esempio, il raggiungimento o meno di taluni obiettivi), concernenti i soci della stessa società (come il mutamento della compagine sociale), oppure relativi anche ad altre circostanze, quali l'ammissione alla quotazione in mercati finanziari oppure il fenomeno inverso del *de-listing*.⁵⁰

1.5.1.2. Riscattabilità delle quote di società a responsabilità limitata

Le disposizioni in materia di riscatto delle partecipazioni sociali sopra esaminate sono previste espressamente con riferimento alle società per azioni e non anche alle quote di società a responsabilità limitata.

⁴⁹ R. Santagata, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni «redimibili» (una rilettura del divieto del patto leonino nella spa riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, 537 ss.

⁵⁰ Massima n. 67/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*, per cui sarebbe dubbio se le azioni redimibili possano essere previste ad nutum.

Stante tale mancanza di richiamo legislativo espresso, ci si è interrogati a proposito dell'ammissibilità di tali pattuizioni statutarie in relazione alle società a responsabilità limitata.

Al riguardo, è stata affermata legittimità delle clausole degli statuti sociali di società a responsabilità limitata che prevedono, in capo ai soci, il diritto di riscattare, anche parzialmente, le partecipazioni sociali di altri soci.⁵¹

Nel caso di specie, il diritto di riscatto delle quote di s.r.l. può essere esercitato in caso di ricorrenza di taluni presupposti applicativi oppure all'interno di un certo periodo di tempo.

Quanto ai soggetti titolari del diritto di riscatto, la clausola statutaria può alternativamente prevedere tale diritto in capo a tutti oppure in capo ad alcuni di essi. Non sarebbe possibile prevedere il diritto di riscatto anche in capo alla società, in ragione del divieto di acquisto di quote proprie di cui all'art. 2474 c.c., divieto peraltro che non rileva in caso di società a responsabilità limitata che si qualifichi come PMI^{52, 53}.

⁵¹ Massima n. 153 Consiglio notarile Milano, *Riscattabilità delle quote della s.r.l. (artt. 2469 e 2473-bis c.c.)*, 17 maggio 2016, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/153/>; C. Di Bitonto, *Validità della clausola statutaria di ... "whatever leaver", collegata ad un piano di incentivazione per i dipendenti*, in *Le Società*, 2022, 298; più in generale, M. Maltoni, *Sulla riscattabilità delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Le Società*, 2019, 149 ss.; L. Calvosa, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in *Le società*, 2019, 1327 ss.; M.L. Passador, *Disciplina applicabile al riscatto di quote di s.r.l. e tutela offerta dai criteri di valorizzazione della partecipazione*, in *Giur. it.*, 2023, 1345 ss. In senso contrario alla configurabilità delle quote riscattabili, invece, si veda il contributo "isolato" – così definito nella predetta Massima – di P. De Martinis, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 386 ss.

⁵² A tal proposito, la Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea definisce le piccole e medie imprese (PMI) come le imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR.

⁵³ Secondo quanto disposto dall'art. 26, comma 6, d.l. 179/2012. Cfr. Massima n. 179 Consiglio notarile Milano, *Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI (art. 26, comma 6, d.l. 179/2012; art. 2474 c.c.)*, 27 novembre 2018, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/179/>.

Se il diritto potestativo in esame è attribuito indistintamente in favore di tutti i soci, l'introduzione della clausola può essere deliberata a maggioranza purché nessun socio si trovi concretamente nella situazione di essere riscattato ai sensi della medesima clausola.

Qualora, invece, il diritto di riscatto sia previsto esclusivamente in capo a taluni soci, la delibera assembleare dovrà essere necessariamente adottata all'unanimità, trattandosi di attribuzione di diritto particolare ex art. 2468, comma 3, c.c.⁵⁴

Quanto al valore di liquidazione della partecipazione sociale oggetto del diritto di riscatto, si ritiene applicabile alle società a responsabilità limitata il medesimo principio previsto in materia di società per azioni, per cui debbano operare le disposizioni previste nelle ipotesi di recesso legale ai sensi dell'art. 2473, comma 3, c.c..⁵⁵

Fattispecie assimilata al riscatto – per il suo carattere ablativo – è l'esclusione che, seppur soggetta ad un procedimento distinto, determina la fuoriuscita forzata del socio della società.⁵⁶

⁵⁴ A proposito dei diritti particolari dei soci di società a responsabilità limitata, l'opinione prevalente è nel senso di ritenere che le materie espressamente previste dal Legislatore (ossia l'amministrazione della società nonché la distribuzione degli utili) siano da considerare quali ipotesi esemplificative e non tassative di diritti particolari dei soci. Al riguardo, *ex plurimis* v. Massima n. 39 Consiglio notarile Milano, *Diritti particolari dei soci nella s.r.l. (art. 2468, comma 3, c.c.)*, 19 Novembre 2004, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/39/>; L. Genghini, P. Simonetti, *Le società di capitali e le cooperative*, cit., 1170 ss. ed i riferimenti dottrinari ivi menzionati sia a sostegno di tale interpretazione estensiva che a sostegno dell'opposta teoria restrittiva.

⁵⁵ La Massima n. 153 Consiglio notarile Milano, *Riscattabilità delle quote della s.r.l. (artt. 2469 e 2473-bis c.c.)*, cit., sul punto richiama le considerazioni previste per le altre ipotesi di exit forzato che sono trattate nel presente capitolo (prelazione impropria, covendita ed azioni riscattabili).

⁵⁶ M. Cian, *Riscatto della partecipazione vs esclusione del socio nella s.r.l.*, in *Nuove leggi civ.*, 2020, 1192 ss., che pone l'accento sulla disegualianza funzionale tra le due clausole per cui le clausole di esclusione avrebbero funzione selettiva della compagine sociale, mentre le clausole di riscatto avrebbero una logica di riallocazione finanziaria.

1.5.2. Esclusione

L'esclusione, come il recesso, rappresenta una fattispecie di scioglimento del rapporto sociale limitatamente ad un socio. Tale causa di scioglimento, infatti, incide sull'assetto proprietario della società e sulla posizione giuridica del socio (che con l'esclusione cessa di essere tale).

Nelle società di capitali, e in particolare nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata, la disciplina dell'esclusione si presenta con caratteristiche peculiari, che riflettono la tradizionale diversità al livello di natura organizzativa e funzionale dei suddetti modelli societari.

Per quanto riguarda le società per azioni, il Legislatore non ha previsto una disciplina generale dell'esclusione del socio. L'unica ipotesi tassativamente prevista (sebbene manchi un riferimento espresso all'espressione "esclusione") è quella del socio moroso, di cui all'art. 2344 c.c.. Detto articolo – all'esito di una articolata e puntuale disciplina – attribuisce all'organo amministrativo il potere di dichiarare "decaduto" il socio inadempiente. Al riguardo è stato affermato che la fattispecie in esame sia da inquadrare come l'unica ipotesi di esclusione prevista per le società per azioni.⁵⁷

Per quanto concerne, invece, le società a responsabilità limitata, è prevista una disciplina simile a quanto disposto per le (sebbene non ricalcante quella delle) società per azioni in materia di socio moroso. Al riguardo, dal punto di vista linguistico, il Legislatore ha previsto – per le sole S.r.l. – il termine "esclusione" (al contrario della "decadenza", prevista in materia di società per azioni). In

⁵⁷ G.F. Campobasso, *Diritto commerciale 2, Diritto delle Società*, a cura di M. Campobasso, Torino, Utet, 2020, 181. Al riguardo, tuttavia, si segnala l'opinione contraria a tale inquadramento, come sostenuto da M.M. Erede, *Sub art. 2344*, in *Costituzione - Conferimenti*, in P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Egea – Giuffrè, 474.

aggiunta alla suddetta disciplina relativa al socio moroso, per le società a responsabilità limitata, è altresì contemplata la possibilità di prevedere, al livello statutario, specifiche ipotesi di esclusione del socio, ai sensi dell'art. 2473-bis c.c..⁵⁸

1.5.2.1. Esclusione “legale” nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata

La legge prevede un'ipotesi che potrebbe essere definita “legale” di esclusione del socio sia di società per azioni che di società a responsabilità limitata in caso di inadempimento dell'obbligo di effettuare il conferimento.

Per esclusione “legale” si intende l'esclusione che è tipizzata dal Legislatore in taluni casi e, pertanto, non trova puntuale disposizione all'interno dello statuto sociale.

Con riferimento alle società per azioni, l'esclusione del socio è prevista dall'art. 2344 c.c. rubricato “*Mancato pagamento delle quote*”, che come sopra accennato prevede la possibilità di dichiarare decaduto il socio moroso, fattispecie che sarebbe sostanzialmente da ricondurre all'esclusione, dal momento che dalla dichiarazione di decadenza – *rectius* esclusione – il socio perde la titolarità dei propri i diritti sociali.⁵⁹

A tal proposito, in materia di socio moroso, il Legislatore ha previsto una procedura articolata per l'eventualità in cui il socio non adempia al proprio obbligo di effettuare i conferimenti, che si pone come procedura alternativa

⁵⁸ Tra le monografie sul tema, si veda M. Stella Richter Jr, A. Pontecorvi, *Recesso ed esclusione dalle società di capitali*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2022.

⁵⁹ M. Campobasso, *Mancato Pagamento delle quote*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G. B. Portale, tomo I, Milano, Giuffrè, 2016, 433 ss.

all'azione esecutiva (che l'organo amministrativo della società può decidere di intraprendere, qualora ritenuta opportuna dallo stesso).

La ratio della disciplina in esame mira a tutelare e a combinare la molteplicità degli interessi coinvolti, ossia della società, dei soci non morosi nonché dei creditori sociali.

Nello specifico, è prevista una procedura multifasica in caso di inadempimento del conferimento. In primo luogo, si procede con la pubblicazione della diffida in Gazzetta Ufficiale e, in seguito, l'organo amministrativo potrà optare tra l'esecuzione forzata del conferimento e l'offerta delle azioni agli altri soci proporzionalmente alla partecipazione dagli stessi posseduta, per un corrispettivo almeno pari al valore dei conferimenti ancora dovuti.

In caso di mancanza di offerte, l'organo amministrativo potrà mettere in vendita le azioni del socio moroso a suo rischio e per suo conto. In caso di mancata vendita, l'organo amministrativo potrà trattenere le somme eventualmente riscosse dal socio moroso e dichiarare il socio decaduto.

La natura giuridica della ritenzione delle somme trattenute da parte della società è assimilabile ad una clausola penale gravante sul socio moroso, che in tal modo non avrà diritto al rimborso sui centesimi versati in sede di sottoscrizione (somma che all'esito della riduzione del capitale obbligatoria, quale *extrema ratio* delle varie alternative in caso di socio moroso, sarà trattenuta dalla società e contabilmente imputata a riserva).

Quanto agli effetti della dichiarazione di decadenza – *rectius*, di esclusione – si ritiene che il socio moroso perda il suo status di socio e, di conseguenza, tanto i diritti patrimoniali quanto i diritti amministrativi.⁶⁰

⁶⁰ L. Genghini, P. Simonetti, *Le società di capitali e le cooperative*, cit., 179.

In tale ipotesi, si procederà con la riduzione del capitale sociale e l'estinzione delle azioni del socio escluso, già moroso.⁶¹

Con specifico riferimento alle società a responsabilità limitata, l'esclusione del socio è espressamente prevista (a differenza delle società per azioni per le quali come si è visto il riferimento è alla decadenza) dall'art. 2466 c.c. rubricato "*Mancata esecuzione dei conferimenti*".⁶²

Ai sensi della suddetta disposizione normativa, qualora il socio non adempia al proprio obbligo di eseguire il conferimento derivante dalla sottoscrizione della partecipazione, l'organo amministrativo dapprima diffida il socio ad adempiere entro il termine di trenta giorni e, qualora non ritenga utile agire nei confronti del socio per l'esecuzione del conferimento, può vendere la quota agli altri soci in proporzione alla loro partecipazione per il valore risultante dall'ultimo bilancio approvato, o, in mancanza di offerte per l'acquisto, se previsto dall'atto costitutivo, all'incanto.

Qualora risulti impossibile procedere con la vendita coattiva della quota del socio moroso, l'organo amministrativo dovrà escludere il socio, trattenendo le somme già versate, e pertanto senza alcuna liquidazione del valore della partecipazione. In tal caso, il capitale sociale sarà ridotto in misura corrispondente alla quota di partecipazione del socio escluso, come previsto per le società di capitali.

⁶¹ Al riguardo, si ritiene che si tratti di una fattispecie di esclusione come sostenuto da C. Angelici, *La costituzione delle società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, XVI, Torino, Utet, 1987, 227. Per altri, invece, come A. Pisani Massamormile, *Conferimenti in s.p.a. e formazione del capitale*, Napoli, Jovene, 1992, 327, si verificherebbe un fenomeno espropriativo nei confronti del socio moroso.

⁶² Per una disamina delle distinte questioni inerenti al socio moroso nelle società a responsabilità limitata, v. L. Genghini, P. Simonetti, *Le società di capitali e le cooperative*, cit., 1129 ss.; E. Ratti, *Questioni in tema di socio moroso di s.r.l. per inadempimento dei conferimenti promessi*, in *Giur. it.*, 2021, 2133 ss.

1.5.2.2. Esclusione convenzionale, quale clausola statutaria delle società a responsabilità limitata

Con la riforma del diritto societario del 2003, è stato introdotto nel codice civile l'art. 2473 bis che astrattamente attribuisce agli statuti delle sole società a responsabilità limitata la possibilità di prevedere specifiche ipotesi di esclusione del socio "per giusta causa".⁶³ Si tratta, quindi, di una disposizione eventuale che gli statuti sociali delle sole s.r.l. – in virtù del rilievo personalistico che tradizionalmente è attribuito ai soci in tale tipologia societaria – possono contenere, in base alla volontà dei soci al riguardo.

La medesima disposizione, difatti, non è stata replicata in materia di società per azioni (motivo per cui si discute circa la possibilità o meno di un'applicazione analogica della stessa previsione legislativa).⁶⁴ Tale previsione legislativa, inoltre, è nettamente distinta rispetto alla disciplina prevista in materia di società di persone.⁶⁵

Nelle società a responsabilità limitata, il dettato normativo permette ai soci di godere di ampia flessibilità nell'organizzazione della compagine sociale.⁶⁶

⁶³ Per parte della dottrina tale norma dovrebbe essere applicata in via analogica altresì alle società per azioni, come sostenuto da V. Salafia, *L'esclusione del socio nelle società commerciali*, in *Le Società*, 2020, 553-554.

⁶⁴ G. Bevilacqua – M. Masotti, *L'esclusione del socio di società per azioni "chiusa": applicazione analogica dell'articolo 2473-bis, cod. civ. o ricorso a rimedi alternativi?*, in *La rivista delle operazioni straordinarie*, 6/2018, 1 ss.

⁶⁵ Per le quali le cause di esclusione sono previste *ex lege*, artt. 2286-2288 c.c.

⁶⁶ Per un inquadramento sul tema della esclusione nelle società a responsabilità limitata, cfr. M. Maltoni, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, 307 ss. e Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 212-2008/I - La disciplina statutaria dell'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Studi e materiali CNN*, 4/2009, di M. Citrolo.

L'esclusione deve essere necessariamente ancorata a "specifiche ipotesi di esclusione" statutarie, che devono esser all'uopo previste.⁶⁷ A titolo esemplificativo⁶⁸, tra le molteplici ipotesi, figurano l'abuso del diritto di ispezione e controllo⁶⁹, lo svolgimento di attività in concorrenza con la società⁷⁰, l'acquisto di partecipazione sociale in spregio di clausola limitativa al trasferimento⁷¹, l'assenteismo assembleare,⁷² il change of control,⁷³ condanne penali, il fallimento, l'interdizione o l'inabilitazione del socio⁷⁴, l'inadempimento degli obblighi di garanzia del socio conferente in natura oppure l'inadempimento di prestazioni accessorie⁷⁵, oppure il pignoramento di quota.⁷⁶

Pertanto, la giusta causa deve necessariamente essere intesa in senso soggettivo ed intanto una determinata circostanza assume rilevanza in una società in quanto la stessa causa è indicata nello statuto sociale della medesima società

⁶⁷ In caso contrario, le clausole che dovessero essere eccessivamente generiche, sono nulle per indeterminatezza. Al riguardo, si veda G. M. Zamperetti, *Nullità della clausola statutaria di S.r.l. per genericità della previsione delle cause di esclusione del socio*, in *Le Società*, 2020, 1333 ss.

⁶⁸ Al riguardo, si veda: A. Busani, *Massimario delle operazioni societarie. Orientamenti professionali e giurisprudenza*, Milano, Wolters Kluwer, 2019, III ed., 1851 ss.

⁶⁹ Consiglio Nazionale del Notariato - Studio n. 5301/I, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Studi e Materiali CNN*, 1/2005, di N. Abriani.

⁷⁰ Consiglio Nazionale del Notariato - Quesito n. 22/2007/I, *Società a responsabilità limitata: clausola di esclusione del socio per esercizio di attività concorrenti*, di D. Boggiali, A. Ruotolo.

⁷¹ Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 212-2008/I - La disciplina statutaria dell'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Studi e materiali CNN*, 4/2009, cit.

⁷² Massima I.H.20 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Legittimità della clausola di esclusione del socio inattivo o irreperibile* - 1° pubbl. 9/19 – motivato 9/19.

⁷³ Massima I.H.19 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Legittimità della clausola di esclusione del socio che sia una società legata alla modifica non autorizzata della sua compagine sociale* – 1° pubbl. 9/15 – motivato 9/15.

⁷⁴ F. Magliulo, *Il recesso e l'esclusione in La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di M. Maltoni, F. Tassinari, F. Magliulo, C. Caccavale, Milano, Ipsoa, 2007, 247 ss.

⁷⁵ Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 212-2008/I - La disciplina statutaria dell'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Studi e materiali CNN*, 4/2009, cit.

⁷⁶ Consiglio Nazionale del Notariato - Quesito di Impresa n. 94-2017/I, *Clausola statutaria di esclusione in caso di pignoramento quota di s.r.l.*, in *CNN Notizie* del 9 settembre 2015.

(motivo per cui una certa circostanza potrebbe essere allo stesso tempo rilevante per una società ed irrilevante in altre).

Quanto all'organo sociale deputato alla decisione in merito all'esclusione del socio, si ritiene che tra le alternative possibili, ossia i soci, l'organo amministrativo oppure (se nominato) l'organo di controllo, si ritiene preferibile attribuire la competenza ai soci, in ragione della loro posizione sovraordinata rispetto all'organo amministrativo.

Quanto agli effetti, se la liquidazione della quota del socio escluso avviene attraverso l'utilizzo di riserve disponibili, si realizza un accrescimento proporzionale della partecipazione sociale degli altri soci. In caso di assenza di riserve, stante l'espresso divieto dell'articolo 2473 bis c.c. in relazione al divieto di rimborsare la partecipazione mediante riduzione del capitale, oppure in caso di mancato acquisto della partecipazione sociale da parte degli altri soci oppure da parte dei terzi (come previsto dalla disciplina del recesso), il rimborso della partecipazione sociale del socio escluso dovrebbe avvenire attraverso lo scioglimento della società.⁷⁷

Per quanto concerne il diritto alla liquidazione della quota del socio escluso, la legge richiama – come sopra illustrato per le azioni di riscatto – le disposizioni in materia di recesso⁷⁸. Al riguardo, sono ritenute valide le clausole statutarie che prevedono criteri che la scienza aziendalistica reputa idonei alla determinazione del valore effettivo dei beni sociali.⁷⁹ Al contrario, sarebbe

⁷⁷ Consiglio Nazionale del Notariato - Quesito n. 268/2009/I, *Esclusione del socio di S.r.l. e perdita integrale del capitale sociale*, di M. Citrolo, A. Paolini.

⁷⁸ Ai sensi del disposto dell'art. 2473-bis c.c..

⁷⁹ Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 212-2008/I - La disciplina statutaria dell'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Studi e materiali CNN*, 4/2009, cit.

illegittimo il ricorso a criteri di valutazione peggiorativi rispetto alle prescrizioni di legge in tema di valutazione.⁸⁰

Come innanzi detto per quanto riguarda le clausole di riscatto, anche alle clausole statutarie di esclusione possono essere abbinate penali statutarie di natura pecuniaria, purché le clausole di esclusione si riferiscano ad un inadempimento di un obbligo – sia esso statutario oppure di legge – in capo al socio.⁸¹

1.5.2.1. Esclusione nelle società cooperative

Nel sistema delle società cooperative, l'istituto dell'esclusione del socio assume una funzione peculiare rispetto alle società di capitali, poiché mira a preservare la coesione del gruppo mutualistico e l'effettività dello scopo sociale.⁸²

La disciplina positiva è contenuta principalmente nell'art. 2533 c.c., che individua una serie di ipotesi tipiche di esclusione. In particolare, l'esclusione può avvenire: (i) allorquando ciò sia previsto dall'atto costitutivo (purché la relativa clausola statutaria non sia formulata in maniera eccessivamente generica, nel qual caso sarebbe passibile di nullità⁸³), (ii) in caso di mancato pagamento delle quote o azioni (ex art. 2531 c.c.), (iii) in caso di gravi

⁸⁰ Tribunale Milano, 24 maggio 2007, con nota di O. Cagnasso, *Profili concernenti l'esclusione del socio di società a responsabilità limitata*, in *Giur. it.*, 1 giugno 2008, 1433 ss.

⁸¹ A questo proposito, cfr.: Massima n. 198 Consiglio notarile Milano, *Penali statutarie e liquidazione delle azioni in caso di riscatto o esclusione (artt. 2342, 2345, 2437-sexies, 2473-bis c.c.)*, cit.; Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 212-2008/I - La disciplina statutaria dell'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Studi e materiali CNN*, 4/2009, cit.

⁸² Cfr. M. Cannavò, *Sub art. 2533*, in *Codice delle società*, a cura di N. Abriani, Torino, Utet, 2016, 2594 ss., nonché la bibliografia ivi richiamata.

⁸³ Trib. Milano, 6 aprile 2018, n. 3955, in www.giurisprudenzadelleimprese.it; Cassazione Civile, Sez. I, 10 gennaio 2007, n. 256 con nota di R. Lolli, *Specificità delle clausole di esclusione del socio nello statuto delle cooperative*, in *Le Società*, 2007, 1107 ss.

inadempienze agli obblighi derivanti dalla legge, dal contratto sociale, dal regolamento o dal rapporto mutualistico⁸⁴, (iii) in caso di perdita dei requisiti per la partecipazione alla società, nonché (iv) nei casi previsti per le società di persone di cui agli artt. 2286 e 2288, primo comma, c.c..⁸⁵

Quanto ai requisiti per la partecipazione alla società, è opportuno sottolineare come l'atto costitutivo delle società cooperative deve necessariamente stabilire i requisiti per l'ammissione dei nuovi soci e la relativa procedura, secondo criteri non discriminatori coerenti con lo scopo mutualistico e l'attività economica svolta.⁸⁶

Con riferimento al procedimento, l'esclusione nelle società cooperative è deliberata dagli amministratori (salvo diversa previsione statutaria) e deve essere motivata in modo specifico e puntuale, enunciando gli specifici fatti addebitati a fondamento dell'esclusione. Peraltro, in caso di eventuale giudizio di opposizione ex art. 2533, terzo comma, c.c. la società è vincolata ai fatti indicati nel provvedimento di esclusione, e non può integrarli o modificarli successivamente in sede processuale.

Adottata la delibera da parte degli amministratori, la conseguenza dell'esclusione consiste, da un lato, nello scioglimento del rapporto sociale e, dall'altro lato, nello scioglimento del rapporto mutualistico, salvo che lo statuto sociale preveda diversamente. Tale secondo effetto dell'esclusione evidenzia la

⁸⁴ A titolo esemplificativo, la giurisprudenza di merito - Tribunale di Bologna, 28 Settembre 2021, n. 2230/2021 – ha previsto che, laddove le disposizioni statutarie prevedono in capo all'organo amministrativo il potere di escludere il socio inadempiente rispetto alle obbligazioni sociali verso la società cooperativa, oppure sia moroso in relazione a quanto dovuto, è legittima la delibera del consiglio di amministrazione che esclude il socio della cooperativa che – una volta assegnatario di un bene immobile da parte della società – non corrispondeva il corrispettivo concordato per il trasferimento della proprietà dello stesso.

⁸⁵ S. Bonora, *Sub art. 2533 c.c.*, in A. Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, Milano, Wolters Kluwer e Padova, Cedam, 2017, 2533 ss.

⁸⁶ I. De Sandoli, *Sub art. 2527*, in *Codice delle società*, a cura di N. Abriani, Torino, Utet, 2016, 2552 ss., nonché la bibliografia ivi richiamata.

solida connessione che caratterizza il modello cooperativo tra il rapporto sociale ed il rapporto mutualistico.⁸⁷

Tale legame emerge in maniera nitida anche in caso di instaurazione del giudizio di opposizione contro la deliberazione di esclusione. In tal caso, qualora il giudice riconosca l'illegittimità della delibera di esclusione, può disporre non solo e non tanto la reintegra nel rapporto sociale, ma anche la ricostituzione del rapporto di lavoro con la cooperativa con effetti *ex tunc*.

La disciplina in esame evidenzia come l'esclusione del socio, nelle società cooperative, presenti una peculiarità rispetto alle società lucrative, trovando la propria ratio nella salvaguardia dello scopo mutualistico e, quindi, della partecipazione dei soci ai rapporti mutualistici.

1.6 Clausole di exit forzato atipiche

Suddividendo gli apporti finanziari nelle due macrocategorie tipiche del diritto societario, le attività sociali delle società di capitali sono finanziate attraverso contributi "di rischio" (ossia apporti imputati a capitale sociale) e / o "di debito" (ossia a titolo di finanziamento).

Quanto agli apporti "di rischio", con sempre maggior frequenza accade che le società di capitali siano target di investitori terzi, italiani o stranieri, che investono in *equity* (ossia di rischio), finalizzati ad un disinvestimento a seguito di un periodo di investimento medio, ossia tre-cinque-sette anni.

⁸⁷ A proposito dell'adesione, da parte della Corte di Cassazione, alla tesi dualistica per cui lo scambio mutualistico si configura come un rapporto giuridico ulteriore rispetto a quello societario, si veda Cassazione Civile, Sez. I, 28 maggio 2024, n. 14850, con nota di M. Cavanna, *Rapporto societario e scambio mutualistico: la definitiva affermazione della tesi dualistica*, in *Le Società*, 2024, 1360 ss., con le relative implicazioni al livello di impatto dello scioglimento del rapporto sociale rispetto al rapporto mutualistico.

Tali investimenti differiscono a seconda della fase di sviluppo delle società target in esame.

Al riguardo, gli investitori possono effettuare investimenti in una fase iniziale o di sviluppo di società target con alto potenziale di crescita (nel qual caso il fenomeno è denominato “venture capital”, cui si è fatto cenno nei paragrafi precedenti)⁸⁸.

Quando, invece, l’investimento è effettuato, da fondi, in una fase successiva della vita dell’impresa, si rientra tipicamente nel fenomeno del private equity.⁸⁹

In entrambe le fattispecie di investimenti risulta cruciale determinare tanto le previsioni relative alla modalità di investimento nonché relative ai diritti amministrativi e patrimoniali, quanto il diritto di exit, volto a massimizzare il ritorno economico rispetto all’investimento iniziale.⁹⁰

La regolamentazione delle clausole di way out, quindi, mira a bilanciare gli interessi in gioco tra i soci, predeterminando le condizioni di disinvestimento dell’investitore.⁹¹

⁸⁸ Al riguardo, la rivista *Orizzonti del Diritto Commerciale*, ha dedicato una sezione denominata *Voci da un dibattito su “Il Venture Capital, tra clausole statutarie e patti parasociali”*, Fascicolo 1/2024, 217 ss., raccogliendo contributi di diversi studiosi intervenuti al Seminario su “Il finanziamento tramite Venture Capital. In occasione di venti anni della Riforma del diritto societario”, tenutosi presso l’Università La Sapienza il 1° dicembre 2023. Per un rapporto tra il venture capital ed il diritto societario italiano si veda P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici, *Business angels, venture capital e la nuova s.r.l.*, in *ODC*, 2020, 353 ss.; C.A. Nigro, L. Enriques, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 2021, 149 ss.; A. Zanoni, *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, Cedam, 2010.

⁸⁹ Cfr. A. Gervasoni, F. L. Sattin, *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, Guerini Next, 2020.

⁹⁰ Al riguardo, per un tipico accordo di investimento, cfr. Term Sheet disponibile presso il seguente sito internet di AIFI (*Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*) <https://www.aifi.it/it/guide>, Term Sheet realizzato da un gruppo di professionisti specializzati in venture capital, con la partecipazione di alcuni operatori italiani attivi in ambito venture capital e con il coordinamento generale di AIFI/VentureUp.

⁹¹ A proposito del diritto al disinvestimento, si veda G.G. Salvati, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2011. Per una prospettiva statunitense: D. Gordon Smith, *The Exit Structure of Venture Capital*, in 53 *UCLA Law Review*, 2005, 315 ss.; D. M. Ibrahim, *The New Exit in Venture Capital*, in 65 *Vanderbilt Law Review*, 2012, 1 ss.

L'odierna prassi negoziale in materia societaria fa abituale uso di schemi contrattuali⁹² "importati" da altri ordinamenti giuridici⁹³ e, specificamente, dalla prassi angloamericana.⁹⁴ A tal proposito, tali contratti sono stati efficacemente qualificati come "alieni".⁹⁵

Con specifico riferimento alle clausole di exit forzato atipiche, si considerino le seguenti fattispecie che hanno l'effetto di determinare la fuoriuscita forzata di un socio dalla compagine sociale.

1.6.1. Drag along

La clausola di *drag-along* si inquadra – unitamente alle clausole di *tag-along*⁹⁶ e di *bring-along*⁹⁷ – nell'alveo delle clausole di covendita.⁹⁸

⁹² Con riferimento alle start-up ed alla malleabilità del diritto societario si veda: P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici, *The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience*, in *EBOR*, 2022, 787 ss.

⁹³ Per un approfondimento sulla relazione tra il diritto societario dello Stato del Delaware e l'Italia, con riferimento alle società a responsabilità limitata e start-up, si veda il seguente contributo: P. Giudici, P. Agstner, *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2019, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3433366> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3433366>.

⁹⁴ A tal proposito, *amplius*, A. Frignani, M. Torsello, *Il contratto internazionale*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, vol. XII, Cedam, Padova, 2010; F. Castronovo, *Autonomia contrattuale e disponibilità dell'integrazione. La merger clause dal diritto americano a quello italiano*, Torino, 2017.

⁹⁵ G. De Nova, *Il contratto alieno*, Torino, Giappichelli, 2010.

⁹⁶ La clausola di *tag-along* – anche nota come clausola di accodamento (o ancora di "*piggy-back*") – attribuisce ai soci di minoranza il diritto, in caso di alienazione della partecipazione dal socio di maggioranza, di alienare le proprie partecipazioni sociali al medesimo cessionario nonché alle medesime condizioni alle quali il socio di maggioranza intende cedere la propria partecipazione sociale.

⁹⁷ La clausola di *bring-along*, attribuisce al terzo acquirente il diritto di acquistare – in aggiunta alla partecipazione sociale dei soci alienanti – altresì la partecipazione sociale dei soci non alienanti, alle medesime condizioni.

⁹⁸ A proposito delle clausole di tag e drag along, si veda la seguente monografia: P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, cit.. Per una panoramica del fenomeno con riferimento agli Stati Uniti d'America ed al Regno Unito si vedano i seguenti contributi: S. Cools, *The Validity and*

Le clausole di covendita sono le clausole che regolano diritti ed obblighi reciproci, in capo ai soci (se la clausola è statutaria) oppure ai paciscenti (se la clausola è prevista all'interno di patti parasociali), in relazione alle partecipazioni sociali non specificamente oggetto di trasferimento.⁹⁹

Nello specifico, la clausola di drag-along è caratterizzata dall'attribuzione, in capo al socio alienante (tipicamente il socio di maggioranza oppure a più soci che congiuntamente possiedono la maggioranza), di un diritto di trasferire, unitamente alla propria partecipazione sociale, altresì la partecipazione sociale degli altri soci (tipicamente di minoranza), al medesimo acquirente, a parità di condizioni.¹⁰⁰

Enforceability of Tag Along and Drag Along Clauses: A Comparative Analysis, cit.; L. Sasso, *Corporate Governance and the Role of Hybrid Financial Instruments in the UK and US*, in *Corporate Finance and Capital Markets Law Review*, 27 settembre 2011, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1934276>; G. Chemla, A. Ljungqvist, A. Ljungqvist, M.A. Habib, *An Analysis of Shareholder Agreements*, in NYU, Ctr for Law and Business Research Paper No. 02-01; RICAPE Working Paper No. 006, luglio 2004, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=299420> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.299420>. Per uno sguardo sull'Europa continentale e, in particolare, la Spagna: I. Sàez Lacave, N. Bermejo Gutierrez, *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad*, in *InDret*, 2007; M.I. Lacave, B. Gutierrez, *Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-along and Drag-along Clauses*, in *European Business Organization Law Review*, 11, 2010, 423 ss.

⁹⁹ *Ex multis*, v. C. Angelici, *Tra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, cit.; N. De Luca, *Validità delle clausole di trascinalimento ("Drag-along")*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, 174 ss.; N. De Luca, *Vengo anch'io: no, tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinalimento*, in *AGE*, 2021, 329 ss.; N. De Luca, M. Ferrante, *Clausole di trascinalimento e accodamento (drag-e tag-along)*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadesse, G. B. Portale, tomo I, Milano, Giuffrè, 2016, 683 ss.; L. Fabbrini, *Validità delle clausole di drag-along*, in *Giur. comm.*, 2009, 1034 ss.; C. Di Bitonto, *Clausola statutaria di drag-along: chi era costei?*, in *Le Società*, 2008, 1378 ss.; E. Malimpensa, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 655 ss.; E. Malimpensa, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 375 ss.; L. Rossano, *La natura e la validità della clausola di drag along*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 124 ss.; G. Sbisà, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinalimento (drag-along)*, in *Contr. impr.*, 2015, 627 ss.; A. Stabilini, N. Trapani, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 949 ss.; E. Timpano, *Le clausole di covendita*, in *Riv. not.*, 2019, 465 ss.; R. Weigmann, *Clausola statutaria di covendita*, in *Giur. It.*, 2009, 384 ss.; A. Mazzoni, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari, in Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989*, a cura di A. Crivellaro, 2017, Milano, Giuffrè, 211 ss.

¹⁰⁰ Per un'analisi di clausola tipo di drag-along, si veda P. Divizia, *Clausole statutarie di covendita e trascinalimento*, in *Notariato*, 2009, 165 ss. "DIRITTO DI DRAG-ALONG"

Il socio alienante, pertanto, potrà liberamente scegliere se esercitare detto diritto. Viceversa, il socio di minoranza in un primo momento (ossia prima dell'esercizio del diritto di trascinamento) si trova in una posizione di soggezione e, successivamente all'esercizio del diritto di trascinamento da parte del socio di maggioranza, in una posizione di obbligo a cedere la propria partecipazione sociale alle medesime condizioni contrattuali e, in proporzione, allo stesso prezzo.

1. Qualora uno o più soci di maggioranza (**'Socio di maggioranza'**) intendano trasferire in tutto o in parte le proprie azioni ordinarie a favore di un terzo (**'cessionario'**), 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 (**'Socio di minoranza'**) e all'organo amministrativo, mediante lettera raccomandata con avviso di ricevimento inviata presso la sede della società ed al domicilio di ciascun socio risultante dal libro soci.

La comunicazione deve contenere le generalità del cessionario, il prezzo offerto e le condizioni del trasferimento.

[omissis]

2. 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.

3. 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.

All'uopo, a semplice richiesta proveniente dal socio di maggioranza, il socio di minoranza sarà tenuto a sottoscrivere un contratto di deposito fiduciario ed una procura a vendere, nei termini e con la forma degli atti di seguito allegati alle lettere "A" e "B" al fine di perfezionare la procedura di drag along.

[omissis]

4. 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.

[omissis]

4-bis. 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.

[omissis]

5. 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.

[omissis]"

Al riguardo, si discute in ordine alla natura giuridica della clausola in esame. Talvolta è inquadrata nello schema del mandato con rappresentanza a vendere; altre volte nel contratto preliminare unilaterale di compravendita, oppure nell'opzione di acquisto per persona da nominare o nell'opzione di acquisto¹⁰¹. Il criterio distintivo tra le varie ricostruzioni è, a ben vedere, da rinvenirsi nella tecnica redazionale delle stesse. Difatti, a seconda di come sono formulate le clausole in esame, queste possono essere qualificate come preliminare unilaterale (se sui soci di minoranza grava un obbligo di vendere le partecipazioni insieme ai soci di maggioranza), come opzione (se il socio di maggioranza ha un diritto potestativo di vendere le partecipazioni del socio di minoranza, senza la necessità della cooperazione di quest'ultimo), come mandato con rappresentanza (se la clausola è accompagnata dall'attribuzione del potere di rappresentanza del socio di minoranza, quale rappresentato, dal socio di maggioranza, quale rappresentante).

La legittimità di tali clausole è stata affermata – ormai da un ventennio – dalla Commissione Società Consiglio Notarile di Milano e ha, per ultimo, trovato altresì un riconoscimento al livello legislativo.¹⁰²

¹⁰¹ Cfr. M. Passarelli, *Socio di minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del «trascinatore»? analisi delle clausole «tag, drag e bring along»*, in *Rivista notarile*, 2013, 65 ss.

¹⁰² Al livello legislativo, la clausola di drag-along è stata riconosciuta all'interno dello statuto tipo di s.r.l. per start up innovative di cui al D.M. 17 febbraio 2016, art. 4, comma 10-bis, del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con modificazioni in l. n. 33/2015. Nello specifico: "9.1.2 Qualora uno o più soci intendano vendere a terzi estranei alla compagine sociale con un unico atto la partecipazione sociale che rappresenta complessivamente almeno il [] per cento [maggioranza] del capitale sociale, agli stessi alienanti spetta il diritto di vendere, con il medesimo atto, anche le restanti partecipazioni, delle quali sono titolari i soci di minoranza. Nel caso in cui il socio di maggioranza intenda avvalersi di tale diritto di trascinamento, dovrà comunicare al socio di minoranza, mediante documento informatico sottoscritto digitalmente trasmesso via posta elettronica certificata, le modalità di trasferimento ed il prezzo offerto dal terzo per l'acquisto delle partecipazioni di maggioranza e minoranza alle medesime condizioni. Il socio di minoranza dovrà porre in essere i comportamenti necessari per consentire il perfezionamento dell'unitario atto di cessione. Le partecipazioni dei soci di minoranza non potranno essere vendute ad un prezzo inferiore al valore delle medesime determinato alla stregua dei criteri previsti per il caso di esercizio del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2473 del codice civile. In caso di contestazione sulla determinazione del valore delle partecipazioni di minoranza, da effettuarsi mediante opposizione notificata dal socio che subisce la vendita all'alienante entro il termine di giorni []

In particolare, la legittimità delle clausole in questione è stata ancorata, da un lato, al rispetto delle disposizioni relative ai limiti alla circolazione delle partecipazioni proprie dei rispettivi tipi sociali e, dall'altro lato, al principio di equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa, nel senso che il prezzo di cessione delle partecipazioni sociali non può essere inferiore a quanto previsto per la valutazione delle partecipazioni societarie in caso di recesso.¹⁰³

Nonostante la tesi non sia sostenuta all'unanimità¹⁰⁴, nello stesso senso si è espressa la giurisprudenza, che in diverse occasioni si è pronunciata a proposito della validità della clausola di trascinamento sottoposta al suo esame e, in particolare, a proposito del diritto del socio trascinato ad ottenere un corrispettivo minimo per la partecipazione sociale dismessa, coincidente con il valore di liquidazione della partecipazione calcolato secondo i criteri in tema

*dal ricevimento della comunicazione di cui sopra, il valore delle quote è determinato entro [] giorni dall'opposizione, mediante procedura di arbitrato amministrato attivata presso la seguente camera arbitrale, iscritta nel registro degli organismi di mediazione tenuto dal Ministero della giustizia ai sensi del decreto legislativo 5/2003: [], con richiesta di nomina di un arbitro unico. L'arbitro unico provvede a determinare, altresì, la ripartizione delle spese del procedimento arbitrale. Nel caso in cui sia stata attivata la suddetta procedura di arbitrato, fino alla sua decisione rimangono sospesi gli effetti della decisione di vendita." A tal proposito, si vedano C. Licini, *Un preoccupante disinteresse: lo statuto standard di start-up innovativa*, in *Notariato*, 2016, 105 ss.; G. Percoco, *Nota sulla natura del modello standard di atto costitutivo della società a responsabilità limitata semplificata*, in *Società*, 2016, 261 ss.*

¹⁰³ Massima n. 88 Consiglio notarile Milano, *Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di "covendita" delle partecipazioni* (artt. 2355-bis e 2469 c.c.), cit.

¹⁰⁴ Lodo arbitrale 29 luglio 2008, Arbitro Unico A. Mazzoni, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 493 ss., con nota di C.F. Giampaolino, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 523 ss.; N. De Luca, *Validità delle clausole di trascinamento ("Drag-along")*, cit., 2009, 174 ss.; Analogamente P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici, *Business angels, venture capital e la nuova s.r.l.*, cit., 440, secondo i quali il socio trascinato non dovrebbe essere tutelato dalla normativa prevista in materia di recesso, quanto attraverso il diritto al risarcimento dei danni, quale conseguenza dell'applicazione della normativa in tema di mandato *in rem propriam*, qualora il socio trascinante abbia effettuato la vendita in spregio al canone di correttezza e buona fede.

di recesso ai sensi dell'art. 2437-ter c.c. (se società per azioni) oppure ai sensi dell'art. 2473 c.c. (se società a responsabilità limitata).¹⁰⁵

Con riferimento alle diverse varianti della clausola in esame con specifico riferimento al corrispettivo in favore del socio trascinato, sarebbero configurabili sia le clausole che impongono l'obbligo di vendere le partecipazioni ad un prezzo pari o superiore al valore di liquidazione in caso di recesso, sia le clausole recanti l'obbligo di vendere partecipazioni senza l'indicazione di un prezzo minimo, a condizione che lo statuto preveda il diritto di recesso nel caso in cui il prezzo risulti significativamente inferiore al valore di liquidazione in caso di recesso¹⁰⁶.

Infine, in caso di alienazione in spregio della clausola di drag-along, si ritiene che l'alienazione sia inefficace nei confronti della società, qualora detta clausola sia prevista al livello statutario.

1.6.1.1. Rapporti con la clausola di tag-along

Nella clausola di tag-along, invece, il socio di minoranza ha il diritto – ma non l'obbligo – di co-vendere la propria partecipazione unitamente al socio di maggioranza, a parità di condizioni.¹⁰⁷

¹⁰⁵ *Ex multis*, Trib. Milano 1 aprile 2008, Trib. Milano 25 marzo 2011 e Trib. Milano 22 dicembre 2014.

¹⁰⁶ Massima n. 88 Consiglio notarile Milano, *Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di "covendita" delle partecipazioni (artt. 2355-bis e 2469 c.c.), cit.*

¹⁰⁷ Al riguardo, per un'analisi di clausola tipo di tag-along, si veda P. Divizia, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009, 161 ss.: "DIRITTO DI TAG-ALONG

1. Qualora uno o più soci di maggioranza ('Socio di maggioranza') intendano trasferire in tutto o in parte le proprie azioni ordinarie a favore di un terzo ('Offerente'), 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 ('Socio di minoranza') e all'organo amministrativo, mediante lettera raccomandata con avviso di ricevimento inviata presso la sede della società ed al domicilio di ciascun socio risultante dal libro soci.

Se il socio di maggioranza aliena la sua partecipazione, anche il socio di minoranza (oppure i soci di minoranza, qualora ve ne sia più di uno) ha il diritto di vendere la propria partecipazione. Sul socio di maggioranza grava, quindi, l'obbligo di non vendere la propria partecipazione senza la partecipazione di minoranza.¹⁰⁸

La comunicazione deve contenere le generalità dell'offerente, il prezzo offerto e le condizioni del trasferimento.

2. Ogni socio di minoranza interessato all'esercizio del diritto di tag along deve far pervenire al socio comunicante e all'organo amministrativo la dichiarazione di esercizio del diritto di tag along con lettera raccomandata consegnata alle poste non oltre 10 (dieci) giorni dalla data di spedizione (risultante dal timbro postale) della comunicazione di cui sopra.

3. Nel caso in cui venga perfezionato l'accordo di trasferimento fra il socio di maggioranza ed 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.

4. Ogni socio che abbia esercitato il diritto di tag along avrà diritto di trasferire tutte o parte delle proprie azioni possedute alla data di ricevimento della comunicazione medesima, a favore dell'offerente, in aggiunta alle azioni dei soci che hanno effettuato la comunicazione in questione.

5. Tale diritto avrà per oggetto tutte le azioni ovvero un numero massimo di azioni determinato secondo la seguente formula:

Osservazioni - In questo punto della clausola può essere introdotto anche un sistema matematico di calcolo per determinare il numero massimo di azioni interessate dal tag along.

6. 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.

7. L'accettazione da parte del socio di minoranza dovrà avvenire nel termine indicato con le modalità sopra indicate.

8. Decorso il termine di 30 giorni senza che vi sia stata accettazione per iscritto da parte del socio di minoranza le relative offerte da parte del terzo si intenderanno decadute senza ulteriori formalità ed il socio di maggioranza potrà dare esecuzione al trasferimento azionario in favore del terzo offerente.

9. L'efficacia del trasferimento della partecipazione dal socio di maggioranza al terzo acquirente dovrà essere, con apposita clausola, sospensivamente condizionata al corretto svolgimento della procedura sopra descritta a tutela del socio di minoranza che abbia esercitato il diritto di tag along.

10. 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.

[omissis]

11. 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."

¹⁰⁸ Tra i molteplici contributi al riguardo, si vedano P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, cit.; L. Ballerini, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, in *Contratto e Impresa*, 2014, 1011 ss.; L. Ballerini, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, in *Contratto e Impresa*, 2014, 1466 ss.; M.

La funzione economica della clausola in esame consiste nell'attribuire ai soci di minoranza la possibilità di beneficiare delle condizioni di vendita – in particolare con riferimento al prezzo – negoziate dal socio di maggioranza. Nello specifico, il socio di maggioranza potrebbe negoziare un premio di controllo (o anche di controllo totalitario, qualora oggetto della cessione sia l'intero capitale sociale) nel caso in cui riesca ad alienare non solo la sua partecipazione, ma anche quella dei soci di minoranza.¹⁰⁹

È evidente, quindi, la diversità di situazione giuridica in cui si trova il socio di minoranza rispetto alla clausola di drag-along sopra illustrata. Lo stesso socio, infatti, non si trova in una situazione di soggezione e, quindi, di exit forzato.¹¹⁰

Di conseguenza, la necessità del correttivo consistente nella equa valorizzazione della partecipazione previsto per la clausola di trascinamento non si ritiene debba trovare applicazione per le clausole di tag-along.¹¹¹ Inoltre, stante la diversità intercorrente tra le due clausole, è estranea alle clausole di tag along altresì la discussione di cui infra a proposito della introducibilità a maggioranza oppure all'unanimità (diversamente dalle clausole di drag along).¹¹²

Quanto alla coercibilità della clausola in esame, si ritiene che laddove la clausola in esame sia consacrata all'interno di statuto sociale e, quindi, abbia efficacia reale, la violazione abbia un impatto sulla legittimazione all'esercizio

Giannini, *Clausole di drag along e tag along*, in *Clausole negoziali*, II, a cura di M. Confortini, Torino, Utet, 2019, 1237 ss.; F. Perreca, *La clausola di accodamento (c.d. tag-along): si attiva per il trasferimento della nuda proprietà delle azioni o per l'acquisto del controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 453 ss.; E. Macrì, *Patto parasociale di prelazione e di covendita e denuntiatio*, in *Riv. dir. soc.*, II, 2007, 102 ss.

¹⁰⁹ A. Stabilini, N. Trapani, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, cit., 964.

¹¹⁰ L. Botti, *Clausole di Covendita e Trascinamento*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2022, 161 ss.

¹¹¹ P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 216 ss.

¹¹² S. Luoni, *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*, in *Giur. it.*, 2011, 2584 ss.

dei diritti sociali, in quanto il trasferimento in spregio sarebbe inopponibile alla medesima società.¹¹³

1.6.2. Vendita collettiva forzata

Tale è la clausola, usuale nelle operazioni di private equity, per cui, al ricorrere di taluni eventi (c.d. *triggering events*), quali ad esempio la mancata quotazione oppure l'assenza di altri eventi liquidatori, i soci oppure l'organo amministrativo sono obbligati ad attivare il procedimento in esame.¹¹⁴

Nello specifico, è conferito un mandato ad un soggetto terzo avente ad oggetto la vendita delle partecipazioni rappresentanti complessivamente la totalità del capitale sociale.

Similarmente a quanto previsto per la clausola di drag-along, la funzione economico-sociale della clausola della vendita collettiva forzata risiede nell'esigenza di garantire una dismissione dell'intero capitale sociale della società, beneficiando così tipicamente del premio da controllo totalitario. Tuttavia, a differenza della clausola di drag-along, la vendita collettiva forzata è negoziata e stipulata da un soggetto terzo rispetto alla compagine sociale. Tale operazione mira a facilitare la liquidazione dell'investimento dei soci, i quali sarebbero obbligati ad alienare le proprie partecipazioni al prezzo e all'acquirente determinati dal mandatario.¹¹⁵

¹¹³ P. Divizia, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, cit., 159 ss.

¹¹⁴ M. Notari, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in AGE, 2021, 399-400.

¹¹⁵ Quanto ad una possibile clausola contrattuale, si veda la seguente: "Procedura di vendita congiunta - In qualsiasi momento [a partire dalla fine del [•] anno dal Closing], l'Investitore [con il consenso della maggioranza dei Soci Fondatori (calcolata sulla base delle rispettive partecipazioni nella Società)] avrà il diritto (ma non l'obbligo) di avviare una procedura di vendita del [100]% del capitale sociale della Società. La procedura di vendita sarà condotta mediante asta competitiva con l'assistenza [di una banca di investimento]/[di un advisor finanziario di primario standing] ed indipendente rispetto

A tal proposito, è possibile che al momento di attivazione del funzionamento della clausola, i soci determinino un prezzo minimo di vendita sotto al quale gli stessi non saranno obbligati ad alienare le proprie partecipazioni.

Quale variante della clausola in esame, è possibile prevedere l'estrazione di un socio a sorte, il quale ha il diritto di scegliere l'advisor finanziario (ossia il mandatario) nonché di fissare il prezzo di vendita dell'intero capitale sociale per un periodo predeterminato.

Decorso tale periodo senza che sia definita la cessione delle partecipazioni societarie rappresentanti il 100% del capitale sociale a terzi, il diritto di scelta del mandatario ed il diritto della fissazione del prezzo sono attribuiti all'altro socio, e così ripetendosi il meccanismo fino al perfezionamento della cessione dell'intero capitale sociale.¹¹⁶

Alla luce di quanto precede, risulta altresì evidente la compressione dell'autonomia individuale dei soci, i quali restano vincolati al procedimento in esame (anche contro la loro volontà). D'altro canto, comunque, occorre altresì bilanciare detta circostanza con l'interesse sociale, rappresentato dall'esigenza comune di valorizzare nella misura più ampia l'investimento collettivo, da intendersi in senso lato, beneficiando al massimo delle condizioni un exit comune.

1.6.3. Prelazione impropria

ai soci che gestirà l'intera procedura con l'obiettivo di massimizzare il valore della Società. Nel caso in cui sia avviata una procedura di vendita, i soci promotori della stessa potranno esercitare nei confronti degli altri soci il diritto di drag-along previsto dal precedente paragrafo [omissis].", tratta dal Term Sheet AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt).

¹¹⁶ G. Gagliardi – M. Molinari, *Società 50-50, come risolvere eventuali dissidi?*, in *Amministrazione & Finanza*, 2013, 49 ss.

La clausola di prelazione¹¹⁷ è la pattuizione in virtù della quale, allorquando un socio¹¹⁸ intenda alienare la propria partecipazione sociale, lo stesso socio è obbligato preventivamente ad offrire la propria partecipazione in acquisto¹¹⁹ agli altri soci, che a loro volta avranno il diritto di acquistare la stessa partecipazione sociale¹²⁰.

La funzione della clausola in esame, quindi, è di limitare l'ingresso di terzi estranei non graditi all'interno della compagine sociale, attribuendo ai soci attuali il diritto ad essere preferiti in caso di stipula di un negozio traslativo della partecipazione, nonché attribuendo agli stessi soci attuali il potere di accrescere la propria partecipazione in caso di esercizio della prelazione. La clausola in esame, quindi, opera un bilanciamento tra l'interesse sociale alla stabilità della compagine societaria, da un lato, e l'interesse individuale del socio ad alienare la propria partecipazione, dall'altro lato.

Le clausole di prelazione – nel caso di società per azioni – sono configurabili come limiti alla circolazione delle azioni di cui all'art. 2355 bis c.c., in virtù del quale lo statuto sociale può sottoporre a particolari condizioni il trasferimento

¹¹⁷ Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 158-2012/I - Questioni in tema di prelazione statutaria*, Approvato dalla Commissione studi d'Impresa il 18 luglio 2012, di M. Maltoni. Con riferimento alle prelazioni societarie ante riforma del 2003, si veda V. Meli, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1991.

¹¹⁸ Oppure più soci, nel qual caso si parla di "prelazione cumulativa". Al riguardo cfr. Massima H.I.15 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Clausola di prelazione cumulativa*, 1° pubbl. 9/04.

¹¹⁹ Anche in caso di cessione di usufrutto sulle azioni, come affermato da Massima H.I.18 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Prelazione e usufrutto*, 1° pubbl. 9/04 – modif. 9/15 - motivato 9/15.

¹²⁰ A proposito dell'ammissibilità della prelazione in favore di un terzo estraneo alla compagine sociale, si veda: Massima H.I.30 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Clausola di prelazione in favore di non soci*, 1° pubbl. 9/20 – motivato 9/21; Massima H.I.31 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Operatività della clausola di prelazione a favore di non soci - Tecniche redazionali ed autonomia statutaria*, 1° pubbl. 9/20 – motivato 9/21; P. Divizia, *Clausola di prelazione in favore di terzo estraneo alla compagine sociale nella s.p.a.*, in *Notariato*, 2012, 574 ss.

delle azioni.¹²¹ Parimenti, per quanto concerne le società a responsabilità limitata, le clausole di prelazione rientrano nelle clausole statutarie limitative della circolazione delle quote, ai sensi dell'art. 2469, comma 1, c.c. (a mente del quale lo statuto sociale può prevedere disposizioni contrarie alla regola generale della libera trasferibilità delle quote).

Quanto alle distinte fattispecie di prelazione, sono configurabili due tipologie di clausole di prelazione.

In primo luogo, la prelazione propria, caratterizzata dall'identità delle condizioni di alienazione della partecipazione tra quelle concordate tra il socio ed il terzo nonché i soci prelazionari (tipicamente, la vendita, contraddistinta dalla fungibilità del corrispettivo, ossia il denaro).

In secondo luogo, l'autonomia statutaria può optare per la prelazione c.d. "impropria", ossia caratterizzata dalla mancanza della parità di condizioni di trasferimento tra il terzo ed i soci prelazionari.¹²² Nel caso di prelazione impropria, infatti, gli altri soci hanno un diritto di prelazione nell'acquisto per un corrispettivo qualitativamente e/o quantitativamente diverso da quello che il socio avrebbe potuto ottenere dal potenziale acquirente.

A titolo esemplificativo, ricorrerebbe la fattispecie della prelazione impropria nel caso in cui il socio intenda stipulare negozi giuridici quali la donazione, la permuta, la *datio in solutum* oppure il conferimento in società.¹²³

¹²¹ P. Ghionni Crivelli Visconti, *Art. 2355 bis*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, I, Milano, 2016, 673 ss.

¹²² C.A. Busi, *La Prelazione societaria*, Milano, Wolters Kluwer, 2019, 258 ss.

¹²³ Massima n. 85 Consiglio notarile Milano, *Limiti di efficacia della clausola di prelazione c.d. "impropria" negli statuti di s.p.a. (art. 2355-bis c.c.)*, 15 Novembre 2005, disponibile presso <https://www.consigionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/85/>; Massima H.I.16 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Prelazione e trasferimenti a titolo gratuito o con corrispettivo infungibile*, 1° pubbl. 9/04.

In tali casi, ai fini dell'esercizio del diritto di prelazione, i soci sono tenuti a corrispondere al socio alienante un corrispettivo, che deve essere determinato secondo i criteri di cui alla clausola statutaria da cui la prelazione impropria trae origine, oppure determinato da parte di un arbitratore¹²⁴.

La clausola di prelazione avrebbe natura di exit forzato in quanto il socio alienante che attiva la procedura ed effettua la denuntiatio, può "subire" l'esercizio del diritto di prelazione da parte del socio prelazionario, non potendo quindi opporsi all'acquisto delle sue azioni da parte del prelazionario (anziché da parte del terzo). Nel caso in cui il corrispettivo sia determinato in un importo significativamente inferiore al valore di liquidazione in materia di recesso, la clausola di prelazione è inefficace se non è espressamente previsto un diritto di recesso.¹²⁵

Centrale nella disciplina della clausola di prelazione è il momento in cui il socio alienante comunica la propria intenzione di trasferire la propria partecipazioni agli altri soci. Detta comunicazione è detta "denuntiatio" e si discute se abbia la natura giuridica di proposta contrattuale in senso tecnico oppure di manifestazione di intenti (per cui la prestazione del consenso da parte dei soci prelazionari non sarebbe sufficiente a far perfezionare il contratto di cessione di partecipazioni sociali). Ad ogni modo, è necessario che la denuntiatio contenga le informazioni necessarie per rendere edotti i prelazionari circa i termini e le condizioni dell'alienazione, quali il corrispettivo, le modalità di pagamento, e quanto altro specificamente previsto dallo statuto.¹²⁶

¹²⁴ G.F. Campobasso, *Diritto commerciale 2, Diritto delle Società, cit.*, 235 ss.

¹²⁵ Massima n. 86 Consiglio notarile Milano, *Clausola di prelazione c.d. "impropria" negli atti costitutivi di s.r.l. (art. 2469 c.c.)*, 15 Novembre 2005, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/86/>.

¹²⁶ Massima H.I.14 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Requisiti formali dell'offerta di prelazione*, 1° pubbl. 9/04.

In caso di violazione in spregio della clausola di prelazione, si è soliti affermare che l'efficacia è reale se la stessa clausola è prevista all'interno dello statuto sociale.¹²⁷ Reale è da intendersi nel senso che l'atto di trasferimento della partecipazione sociale in spregio della relativa clausola statutaria è valido inter partes, ma inopponibile nei confronti della società, nei confronti della quale quindi non possono essere esercitati i diritti sociali.

1.6.4. Roulette russa

Nelle società di capitali vige il principio maggioritario, in virtù del quale gli organi sociali deliberano a maggioranza. È possibile, però, che nella vita delle società si verifichino situazioni patologiche di paralisi¹²⁸ dell'assemblea dei soci oppure dell'organo amministrativo¹²⁹, in caso di mancanza di raggiungimento dei quorum necessari ai fini dell'adozione delle delibere. Ciò tipicamente avviene nelle società con due soci aventi partecipazioni paritarie¹³⁰, ciascuno nella misura del cinquanta per cento del capitale sociale.

¹²⁷ A proposito dei più recenti contributi ricognitivi delle discordanti opinioni dottrinarie v. E. E. Bonavera, *L'efficacia reale della clausola di prelazione*, in *Le Società*, 2022, 331 ss.; F.A. Hilliges, *La prelazione "societaria": fra efficacia reale della clausola e tutela reale dei soci pretermessi*, in *Le Società*, 2022, 580 ss.; S. Luoni, M. Cavanna, *Ancora sulla prelazione statutaria nelle s.r.l., nei trasferimenti inter vivos*, in *Giur. it.*, 2023, 887 ss.

¹²⁸ Quanto agli stalli decisionali nella letteratura anglosassone, si veda C.M. Landeo, K.E. Spier, *Shotgun and Deadlocks*, in *Yale Journal on Regulation*, 2014, 143 ss.; nel panorama italiano, anche con riferimento alla clausola di cui al presente paragrafo, cfr. G.A. Rescio, *Stalli decisionali e roulette russa*, in *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.E. Colombo*, a cura di G.A. Rescio, M. Speranzin, Torino, Giappichelli, 2020, 355 ss.

¹²⁹ Con specifico riferimento allo stallo nell'organo amministrativo, si veda il recente contributo: Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 126-2025/I - Lo stallo decisionale nell'organo amministrativo delle società*, approvato telematicamente dalla Commissione Studi d'Impresa il 15 marzo 2026, di C.A. Busi.

¹³⁰ A. Postiglione, *Alcune riflessioni sulle società a responsabilità limitata partecipate da soci con quote paritetiche*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, 261 ss.

In tale contesto, si inquadra la clausola di “russian roulette”, che si pone lo scopo di risolvere situazioni di stallo decisionale (c.d. *deadlock*) attraverso un riassetto delle partecipazioni sociali all’interno della compagine sociale.¹³¹ Si tratta di clausola avente contenuto atipico ai sensi dell’art. 1322, comma 2, c.c. la cui ammissibilità è stata affermata dalla giurisprudenza in più occasioni in quanto diretta alla realizzazione di interessi meritevoli di tutela.¹³²

¹³¹ Per un’ampia disamina a proposito della clausola in esame, nonché delle sue varianti, si veda: Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 125-2025/I - Le clausole antistallo che estromettono un socio paritetico dalla società (russian roulette, texas shoot-out e altre)*, approvato telematicamente dalla Commissione Studi d’Impresa il 15 marzo 2026, di C.A. Busi.; A. Capizzi, “Muschio selvaggio” tra clausole di roulette russa e di Texas shoot-out: l’interpretazione di una clausola ambigua, in *Le Società*, 2024, 1223 ss.; A. Capizzi, *Patti parasociali di russian roulette*, in *Foro it.*, 2023, 3515 ss.; R. Grimaldi, *La validità della russian roulette e il problema dell’equa valorizzazione: si può fare di più*, in *Foro it.*, 2023, 3515 ss.; M. Notari, *Roulette russa ed equa valorizzazione (appunti a margine di Cass. 22375/2023)*, in *Riv. not.*, 2024, 11 ss.; E. Doria, *L’ammissibilità della clausola “russian roulette” ed il suo perimetro negoziale nuovamente al vaglio della giurisprudenza*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, 129 ss.; C. Pasquariello, *La clausola di roulette russa tra meritevolezza e validità*, in *Le Società*, 2021, 144 ss.; F. Caselli, A.F.F. Sciortino, *Clausola di roulette russa ed equa valorizzazione delle partecipazioni obbligatoriamente dismesse*, in *Contratti*, 2021, 311 ss.; L.A. Stabile, *La validità della c.d. russian roulette clause nei patti parasociali*, in *Il Corriere giuridico*, 2021, 1413 ss.; N. De Luca, *Una rivoltella puntata alla tempia (a proposito di clausole della roulette russa)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 862 ss.; N. De Luca, “Muschio selvaggio”: ossia, lo stallo di una società tra artisti (a proposito di clausole di roulette russa e Texas shoot-out), in *Le Società*, 2024, 467 ss.; A. Alberti, *Alea iacta est: le possibili conseguenze dell’attivazione della clausola statutaria della roulette russa in “Muschio Selvaggio”*, in *Notariato*, 2024, 292 ss.; L. Botti, *Clausola di Russian roulette. Un primo stabile inquadramento all’interno del nostro sistema*, in *Giur. comm.*, 2024, 617 ss.; M. D’Onofrio, *Riflessioni su potestatività e arbitraggio di parte sul prezzo, a partire da una recente sentenza della Suprema Corte*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, 374 ss.; A. M. D’Orta, *Russian roulette clause: patto parasociale a prescindere?*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, 525 ss.; M. Facci, *La clausola di roulette russa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 765 ss.; F. Tesse, *Clausole di roulette russa: tra legittimità statica e sviluppi dinamici*, in *Riv. not.*, 2021, 336 ss.; S. Mazzamuto, *Clausola di roulette russa*, in *Clausole Negoziali*, a cura di M. Confortini, Torino, Utet, 2019, 1205 ss.; M. Tabellini, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*, in *Giur. it.*, 2018, 1136 ss.; M. Stella Richter jr., *Russian roulette clause e new Italian style delle sentenze*, in *Riv. not.*, 2024, 19 ss.; N. Abriani, A. Toffoletto, *Spunti per una lettura di Cass. 25 luglio 2023, n. 22375, in tema di clausole antistallo contenute in patti parasociali e dintorni*, in *Riv. not.*, 2024, 27 ss.; E. Cicatelli, *Partecipazioni paritetiche e stalli decisionali: atipicità e meritevolezza della russian roulette clause*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, II, 896 ss.; N. De Luca, “Roulette russa” ed equa valorizzazione: tra sociale, parasociale, equivoci e preconcetti, in *Riv. not.*, 2023, 1217 ss.; E. Mazzeletti, *Valida la «russian roulette clause»*, in *Notariato*, 2018, 301 ss.; F. Perreca, *La clausola di russian roulette e il superamento dello stallo decisionale (deadlock)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 939 ss.

¹³² Al riguardo, si vedano i riferimenti di cui alla nota che precede.

Nello specifico, il socio che attiva la clausola propone all'altro socio l'acquisto della sua quota a un prezzo determinato (scelto dal socio che attiva la clausola). L'oblato si troverà dinnanzi ad un'alternativa, tra acquistare la quota dell'offerente al medesimo prezzo oppure vendere la propria quota al socio offerente al prezzo determinato dallo stesso socio che ha attivato la clausola in esame.

Il presupposto della clausola di russian roulette – ossia il *deadlock* – ricorre tipicamente allorquando lo stallo è frutto della coesistenza di partecipazioni sociali paritarie.¹³³¹³⁴ Distinto dal *deadlock* è il c.d. *stalemate*. Entrambe le figure si caratterizzano uno stato di stallo decisionale all'interno di una società. Tuttavia, la seconda figura (ossia lo *stalemate*) si verifica nel momento in cui tale situazione di stallo è frutto della presenza di partecipazioni diseguali e dipende da pattuizioni che, per esempio, abbiano attribuito al socio di minoranza un potere di veto su determinate materie.

Le clausole in esame traggono la loro origine nelle “*buy sell provisions*” di derivazione anglosassone, le quali assicurano il superamento dello stallo decisionale attraverso la fuoriuscita di uno dei due soci e l'acquisizione dell'intera partecipazione sociale a opera di uno dei due.¹³⁵ Una delle parti,

¹³³ Al riguardo, si veda la recente monografia di C.A. Busi, *Società di capitali con partecipazioni paritetiche e stallo decisionale. Le clausole statutarie e i meccanismi di soluzione*, Torino, Eutekne, 2024.

¹³⁴ Al riguardo, la seguente analisi empirica ha dimostrato come oltre i due terzi delle joint venture europee e statunitensi abbiano partecipazioni paritarie, nella misura del 50% posseduta da ciascun socio: R. Hauwald – U. Hege, *Ownership and Control in Joint Ventures: Theory and Evidence*, 2006, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=302924> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302924>.

¹³⁵ Tuttavia, a proposito delle clausole aventi ad oggetto la risoluzione dello stallo decisionale, occorre evidenziare come la prassi negoziale conosca anche clausole che non incidono sulle partecipazioni societarie dei soci. A titolo di esempio, si veda quanto illustrato Massima n. 72/2020 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Clausole statutarie di prevenzione/risoluzione dello stallo che non incidono sulle partecipazioni dei soci*.

attivando la clausola, determina il “prezzo di uscita” e l’altra parte ha il potere di scegliere tra vendita o acquisto.¹³⁶

In dottrina si discute se il prezzo di attivazione della clausola in esame sia liberamente determinabile oppure se esso debba essere legato al valore di liquidazione delle partecipazioni in materia di recesso.

Al riguardo, la teoria più liberale – autorevolmente sostenuta dal notariato toscano – ritiene che il prezzo sia liberamente determinabile e che non sia soggetto ai parametri previsti in materia di recesso.¹³⁷ Al contrario, il notariato milanese ancora la validità della stessa clausola al principio di equa valorizzazione della partecipazione sociale.¹³⁸

Con riferimento, invece, al divieto del patto leonino, si ritiene che l’esistenza di una clausola antistallo non contrasta di per sé con il suddetto divieto, in quanto la pattuizione non escluderebbe alcuna delle parti in modo assoluto e costante dalla partecipazione agli utili ed alle perdite.

Una variante della clausola di roulette russa è la c.d. *Texas shootout clause*, il cui primo passaggio è identico alla roulette russa (ossia l’attivazione della clausola, con l’indicazione di un prezzo). Tuttavia, la clausola di *Texas shootout* prevede la possibilità di effettuare dei rilanci, motivo per cui si crea un processo competitivo di offerte al rialzo. Il socio ricevente la prima proposta, quindi, può

¹³⁶ P. Divizia, *Patto parasociale di russian roulette*, in *Società*, 2018, 434 ss. A. Bernardi, *La validità della clausola antistallo del tipo “roulette russa”*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 617 ss.

¹³⁷ Massima n. 73/2020 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *La clausola “Russian roulette”: rilevanza organizzativa e autonomia statutaria*, in quanto le clausole in esame sarebbero distinte rispetto alle clausole di drag along sopra illustrate sia da un punto di vista strutturale, per il carattere bilaterale della clausola di russian roulette, che da una prospettiva funzionale, in quanto la clausola di russian roulette avrebbe valenza organizzativa, mentre la clausola di drag along mira ad un trasferimento di una partecipazione di maggioranza – possibilmente totalitaria – in favore di un terzo.

¹³⁸ Massima n. 181 Consiglio notarile Milano, *Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cowboy»)* (artt. 2437-sexies, 2473-bis c.c.), cit. Al riguardo, si rinvia alle considerazioni di cui ai prossimi capitoli del presente elaborato.

accettare di vendere la propria partecipazione oppure effettuare una controfferta, offrendo di più per acquistare le quote dell'altro. Il processo di offerte al rialzo continua fino a quando uno dei soci accetta l'offerta, garantendo che il prezzo finale rifletta un valore accettabile per le parti, dal momento che chi fa l'offerta deve essere pronto ad acquistare e chi la riceve deve essere disposto a vendere.¹³⁹

1.6.5. Partecipazioni sociali auto-estinguibili o a tempo

Le partecipazioni sociali "a tempo" rappresentano una particolare modalità di investimento societario, caratterizzato dalla presenza di un termine finale di durata prestabilita che determina la cessazione automatica del rapporto sociale.¹⁴⁰

Tale fattispecie è stata disciplinata dal Legislatore per quanto riguarda le società a partecipazione pubblica e, segnatamente, nell'art. 17, comma 3, del D.lgs. 175/2016, che prevede un limite temporale alla partecipazione privata nelle società miste, correlato alla durata dell'appalto o della concessione.¹⁴¹

¹³⁹ A. Capizzi, *"Muschio selvaggio" tra clausole di roulette russa e di Texas shoot-out: l'interpretazione di una clausola ambigua*, cit., 1234-1235, nonché le innumerevoli varianti della clausola della roulette russa; N. De Luca, *"Muschio selvaggio": ossia, lo stallone di una società tra artisti (a proposito di clausole di roulette russa e Texas shootout)*, cit., 468.

¹⁴⁰ Massima n. 66/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Le partecipazioni sociali a tempo*. Contributo commentato da F. Pezone, *Le partecipazioni sociali a tempo. Commento all'Orientamento numero 66 del 2018 dell'Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*, in *Quaderni DB*, n. 1/2019 – *Orientamenti notarili commentati in materia di diritto societario*, a cura di A. Sacco Ginevri, 18 ss. Massima n. 190 Consiglio notarile Milano, *Azioni e quote «auto-estinguibili»*, 16 giugno 2020, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/190/>. Entrambe le massime commentate da D. Corsico, *Le partecipazioni sociali a tempo e auto-estinguibili*, in *Quaderni DB* 1° giugno 2021 - *Categorie di partecipazioni e condizioni soggettive del socio*, a cura di G. A. Rescio, 97 ss.

¹⁴¹ Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 298-2016/I - La costituzione di nuova società a partecipazione mista pubblica - privata: statuti delle s.p.a., delle s.r.l., speciali categorie di azioni e patti*

Tale disposizione normativa, pur riferendosi al contesto specifico delle società pubbliche, ha aperto la strada alla discussione dottrinarica in relazione alla (possibile) configurazione (o meno) di partecipazioni “a tempo” al di fuori dell’ambito pubblicistico, ossia in ambito privatistico.¹⁴²

Al riguardo, l’orientamento prevalente ne sostiene l’ammissibilità al di fuori di tale ambito applicativo pubblicistico, fondando la tesi positiva sull’assenza di divieti espressi oppure ostacoli di natura sistematica che impongano la perpetuità della partecipazione sociale (purché nei limiti della durata della società). È riconosciuta, quindi, la possibilità di introdurre negli statuti sociali partecipazioni soggette all’elemento accidentale del termine finale, sia per quanto riguarda società per azioni che società a responsabilità limitata (anche al di fuori del perimetro delle società a partecipazione pubblica).

Il termine può essere individuato in relazione ad una data specifica di calendario (ad esempio, il 15 ottobre 2025) nonché *per relationem*, a titolo esemplificativo in quanto parametrato al valore dell’EBITDA in un determinato anno.¹⁴³ Inoltre, è stato ritenuto altresì che le partecipazioni sociali auto-estinguibili possano altresì essere estinte al ricorrere di una condizione risolutiva non meramente potestativa.¹⁴⁴

Quanto allo strumento tecnico-giuridico attraverso cui è possibile prevedere tali partecipazioni, per quanto riguarda le società per azioni, si tratta di azioni speciali.¹⁴⁵

parasociali (art. 17 t.u. società a partecipazione pubblica), approvato dalla Commissione Studi d’Impresa l’1 dicembre 2016, di M. Maltoni e A. Ruotolo.

¹⁴² Per la dottrina favorevole all’ammissibilità delle partecipazioni a tempo v. P. Sfamini, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008, 98.

¹⁴³ Assonime, *Le partecipazioni a tempo (o auto-estinguibili)*, Il Caso n. 6/2023, 2-3.

¹⁴⁴ L. Arlati, *Le partecipazioni sociali auto-estinguibili e a tempo: aspetti e tecniche redazionali*, in *Notariato*, 2025, 234 ss.

¹⁴⁵ A titolo esemplificativo di una possibile tecnica redazionale:

“Articolo ... - Azioni “auto-estinguibili” con liquidazione

Per quanto riguarda, invece, le società a responsabilità limitata, si ritiene che lo strumento utilizzabile sia la previsione di un diritto particolare attribuito ad un singolo socio oppure, alternativamente, la creazione di una categoria speciale di quote (in caso di società a responsabilità limitata che allo stesso tempo si possa qualificare come piccola o media impresa - PMI¹⁴⁶).¹⁴⁷

Le partecipazioni sociali in esame si caratterizzano per la certezza del disinvestimento, quale evento dedotto nella condizione risolutiva oppure quale termine finale, superando così la discrezionalità tipica del recesso¹⁴⁸ o del riscatto, fattispecie che contribuiscono a dimostrare l'assunto della non necessaria perpetuità della partecipazione sociale. La partecipazione a tempo, quindi, si configura come un diritto-dovere di uscita dalla compagine sociale automatico al verificarsi dell'elemento accidentale del termine oppure della condizione risolutiva non meramente potestativa.

1. Il capitale sociale è determinato in euro 50.000, suddiviso in n. 50.000 azioni, senza indicazione del valore nominale, di cui n. 25.000 azioni di categoria A, con diritti ordinari, e n. 25.000 di categoria B.

2. Le azioni di categoria B sono azioni auto-estinguibili, con le seguenti caratteristiche:

- le azioni dovranno essere liquidate a condizione che – e nel momento in cui – il patrimonio netto della società superi il valore di euro ...;

- il valore di liquidazione sarà pari ad euro ... ad azione;

- la liquidazione delle partecipazioni dovrà avvenire entro ... giorni dalla data del verificarsi del suddetto evento e con le seguenti modalità:

... (seguono modalità di liquidazione [omissis])." tratto da D. Corsico, *Le partecipazioni sociali a tempo e auto-estinguibili*, cit., 113 ss.

Per ulteriori considerazioni, anche in punto di tecnica redazionale, si veda il recente contributo di L. Arlati, *Le partecipazioni sociali auto-estinguibili e a tempo: aspetti e tecniche redazionali*, cit., 241 ss. Nello specifico l'Autore affronta le diverse varianti della clausola, se a termine (certus an) oppure nella variante soggetta a condizione (incertus an).

¹⁴⁶ Per la determinazione delle soglie PMI, si veda la Raccomandazione della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese n. 2003/361/CE.

¹⁴⁷ G. Maniglio, *Alcune note in materia di partecipazioni sociali riscattande e con termine finale di durata*, in *Fallimenti e Società*, 29 novembre 2018, 6 ss.

¹⁴⁸ A proposito del momento di efficacia del recesso, a seguito della Cassazione Civile, Sez. I, 5 giugno 2025, n. 15087, si veda il seguente contributo relativo a detta pronuncia: R. Rordorf, *Il socio sull'uscio: tra la dichiarazione di recesso e la liquidazione della quota*, cit., 56 ss.

Spostando la prospettiva da un angolo di visuale economico, le partecipazioni a tempo offrono vantaggi significativi in termini di pianificazione finanziaria, permettendo alla società di raccogliere capitali per un periodo definito e garantendo al socio un'uscita certa, anche in contesti privi di mercato secondario.

Dal punto di vista della liquidazione, l'estinzione della partecipazione alla scadenza non consente l'applicazione delle ordinarie modalità di trasferimento, come l'offerta agli altri soci o terzi oppure l'acquisto da parte della società, poiché la partecipazione – dal punto di vista ontologico – cessa di esistere. In assenza di previsioni statutarie, la liquidazione avviene mediante l'utilizzo delle riserve disponibili e, qualora non ne esistano, mediante la riduzione del capitale sociale ai sensi degli artt. 2445 c.c. e 2482 c.c., con diritto di opposizione dei creditori. Qualora detto di opposizione diritto sia esercitato, le partecipazioni sociali si convertono in ordinarie oppure, alternativamente, si procede con lo scioglimento della società, secondo un'interpretazione analogica delle norme sul recesso.

Con riferimento al valore di liquidazione delle partecipazioni in caso di estinzione, in dottrina è stato affermato che l'importo può essere liberamente determinato. Tale assunto affonda le radici nella peculiarità della clausola in esame; difatti, la ratio alla base della cessazione automatica della partecipazione sociale (che avviene indipendentemente da una manifestazione di volontà da parte del socio) si differenzia da quanto impone la tutela del socio recedente, oppure del socio che esce dalla compagine sociale per volontà diversa da quella del socio stesso (come nei casi delle azioni riscattabili, di esclusione, oppure di drag-along).¹⁴⁹

¹⁴⁹ Massima n. 66/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Le partecipazioni sociali a tempo*, cit.

Peraltro, al riguardo, la dottrina notarile milanese ha affermato che il diritto alla liquidazione delle partecipazioni a tempo è un diritto disponibile da parte dell'autonomia statutaria e, quindi, potrebbe addirittura mancare negli statuti sociali.¹⁵⁰

Infine, sia consentita una digressione da una prospettiva contabile. Nel caso di specie, le partecipazioni a tempo non devono essere classificate quali passività, poiché il diritto alla liquidazione è subordinato alla soddisfazione dei creditori e alla disponibilità patrimoniale della società. La liquidazione è, quindi, condizionata all'esistenza della partecipazione al termine finale (e dunque non può avvenire se la partecipazione sociale è stata annullata per effetto di perdite). Ne consegue che, al momento dell'emissione della partecipazione, non si configura un debito certo della società, ma un diritto eventuale del socio, compatibile con la qualificazione dell'apporto tra le voci del patrimonio netto.¹⁵¹

1.6.6. Opzioni put e call

Nelle operazioni societarie riguardanti le società chiuse (e al netto, quindi, di considerazioni circa l'applicazione delle fattispecie di cui infra in ambito borsistico), le opzioni put e call sono accordi che attribuiscono ad un socio il diritto, e non l'obbligo, di acquistare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) una

¹⁵⁰ Con riferimento alla diversa fattispecie delle *puttable redeemable shares*, ugualmente caratterizzata dalla temporaneità dell'investimento azionario, v. L. Calvosa, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 195 ss.

¹⁵¹ Massima n. 66/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Le partecipazioni sociali a tempo*, cit.

partecipazione sociale a un prezzo predeterminato, entro un certo termine oppure al verificarsi di determinati eventi.¹⁵²

Le opzioni in esame, spesso sono inserite all'interno di patti parasociali, altre volte all'interno di statuti sociali.¹⁵³

Sia la giurisprudenza di merito¹⁵⁴ che la giurisprudenza di legittimità¹⁵⁵ hanno affermato la liceità di patti parasociali contenenti opzioni put e call determinanti exit a condizioni predeterminate.¹⁵⁶

Al riguardo è stata vagliata la legittimità di dette pattuizioni alla luce del divieto di c.d. patto leonino, di cui all'art. 2265 c.c., in virtù del quale sono nulli i patti che escludono in modo totale e costante uno dei soci dalla partecipazione

¹⁵² In dottrina, cfr. M.S. Spolidoro, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285 ss.; A. Busani, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio*, in *Le Società*, 2019, 19 ss.; A. Giampieri, *Partecipazione azionaria temporanea, put a prezzo concordato del diritto di exit*, in *Contr. impr.*, 2019, 297 ss.; N. De Luca, *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 81 ss.

¹⁵³ Per un confronto tra le opzioni nell'ambito del diritto societario e da un punto di vista civilistico cfr. P. Divizia, *Patto di opzioni put and call*, in *Notariato*, 2017, 343 ss.

¹⁵⁴ Tribunale di Milano, sez. impr., 3 ottobre 2013, con nota di A. Del Bianco, D. Proverbio, *Opzioni put e divieto di patto leonino*, in *Le Società*, 2014, 688 ss.; Corte d'Appello Milano Sez. I, 19 febbraio 2016, con nota di E. Mazzeo, *Put option e patto leonino: un divieto ancora attuale?*, in *Notariato*, 2016, 489 ss.; Corte d'Appello Milano Sez. spec. in materia di imprese, 13 febbraio 2020 e Tribunale Milano Sez. spec. in materia di imprese, 27 marzo 2020, con nota di M.S. Spolidoro, *Ancora una volta a caccia con i leoni. Note critiche sulla recente giurisprudenza di merito su opzioni put e divieto dei patti leonini*, in *Giur. it.*, 2021, 632 ss.; più recentemente Tribunale Milano Sez. spec. in materia di imprese, 08 maggio 2023, con nota di D. Iorio, *Clausole put: l'impegno al riacquisto con plusvalenza garantita viola il divieto di patto leonino?*, in *Le Società*, 2023, 1359 ss., e Tribunale Milano Sez. spec. in materia di imprese, 13 febbraio 2025, in *Le Società*, 2025, 725 ss.

¹⁵⁵ Per ultimo, Cass. civ. Sez. I, 25 marzo 2024, ordinanza n. 7934, in *Le Società*, 752, per cui "È lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di una società azionaria, con il quale l'uno, in occasione del finanziamento partecipativo così operato, si obblighi a manlevare l'altro dalle eventuali conseguenze negative del conferimento effettuato in società, mediante l'attribuzione del diritto di vendita (c.d. put) entro un termine dato ed il corrispondente obbligo di acquisto della partecipazione sociale a prezzo predeterminato, pari a quello dell'acquisto, pur con l'aggiunta di interessi sull'importo dovuto e del rimborso dei versamenti operati nelle more in favore della società" (massima non ufficiale); nonché Cass. 4 luglio 2018, n. 17498, annotata da A. Busani, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio*, cit., 19 ss. e da M.L. Passador, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, in *Giur. comm.*, 2019, 285 ss.

¹⁵⁶ E. Panzarini, *Il contratto di opzione*, Milano, Hoepli, 2007, 301 ss.

agli utili oppure alle perdite.¹⁵⁷ Tale principio, sebbene sia espressamente previsto al livello legislativo in tema di società di persone, si reputa – quasi all’unanimità¹⁵⁸ – applicabile a proposito delle società di capitali.¹⁵⁹ La funzione consiste nell’evitare che, in forza di clausole che alterino il rischio d’impresa, uno o più soci risultino deresponsabilizzati rispetto all’esercizio avveduto dei propri diritti amministrativi in conformità all’interesse della società.

Rispetto alla eventualità che tali pattuizioni contrastino con il patto leonino, si è negato che per effetto di tali pattuizioni il socio sia escluso dalla partecipazione alle perdite in modo assoluto e costante.¹⁶⁰

In particolare, la Corte di Cassazione ha affermato la validità di patti parasociali, recanti una previsione di opzioni put e call tra i paciscenti. A tal proposito, la Suprema Corte ha ritenuto dette pattuizioni rientrassero all’interno dell’autonomia contrattuale e, pertanto, fossero meritevoli di riconoscimento e tutela da parte dell’ordinamento (ai sensi del combinato disposto delle disposizioni di cui agli articoli 41 Cost. e 1322 c.c.). Nello specifico, la causa concreta del negozio può anche essere una forma di garanzia per il socio finanziatore, seppur mediante il meccanismo dell’opzione di rivendita o di

¹⁵⁷ A proposito del patto leonino, *ex multis* cfr. N. Abriani, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, Giuffrè, 1994; con specifico riferimento al rapporto tra clausole put e call e divieto di patto leonino, E. Barcellona, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, Giuffrè, 2004.

¹⁵⁸ A proposito della tesi controcorrente a proposito dell’applicabilità del divieto di patto leonino alle società di capitali si vedano *ex multis* i recenti contributi di A. Capizzi, *Contro il divieto di patto leonino applicato alle società di capitali*, in ODC, 2024, 487 ss.; e M.S. Spolidoro, *Clausole put e divieto di società leonina*, *cit.*, 1285 ss.

¹⁵⁹ Come autorevolmente affermato Cass. civ., sez. I, 29 ottobre 1994, n. 8927, per la quale il divieto di patto leonino è da ritenere applicabile alle società di capitali, nel senso che detto divieto rileva qualora l’esclusione del socio dalle perdite fosse “assoluta e costante”.

¹⁶⁰ A. Giampieri, *Partecipazione azionaria temporanea, put a prezzo preconcordato del diritto di exit*, *cit.*, 297 ss.

riacquisto a prezzo fisso.¹⁶¹ Non vi sarebbe, dunque, spazio per nullità dello schema negoziale in questione.

1.6.7. Clausola di squeeze-out statutario

Per clausola di squeeze-out si intende l'attribuzione al socio titolare di una partecipazione di maggioranza qualificata, ossia superiore ad una determinata percentuale di capitale sociale, del potere di acquisire coattivamente le partecipazioni residue (del socio oppure dei soci di minoranza), similamente a quanto avviene per le società di capitali ai sensi dell'art. 111 TUF.¹⁶²

Per effetto della suddetta clausola, il socio di minoranza è costretto a spogliarsi della propria partecipazione, trasferendo la stessa in favore del socio di maggioranza.

In dottrina, ci si è interrogati a proposito della possibilità di introdurre una clausola di squeeze-out nello statuto di società di capitali chiuse.

Secondo una prima impostazione, detta clausola non sarebbe ammissibile, in quanto essa si sostanzierebbe in un procedimento espropriativo avente fonte privata, pertanto in contrasto con l'art. 42, comma 3, Cost.¹⁶³, in quanto previsto al di fuori dei presupposti ivi previsti, ossia "nei casi previsti dalla legge" e

¹⁶¹ A tal proposito, si vedano le pronunce della Corte di Cassazione innanzi richiamate.

¹⁶² A tal proposito, come anticipato nella nota 2 che precede, il TUF prevede che *"L'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento"*.

¹⁶³ Sulla questione relativa alla legittimità costituzionale dell'articolo 111 TUF ed il possibile contrasto con l'art. 42, comma 3, Cost., si veda la recente pronuncia del Tribunale di Milano, Sez. Impresa, 8 giugno 2023, con nota di F. Masetto, *Questioni di costituzionalità dello squeeze-out in Italia e in Germania*, in *Giur. it.*, 2024, 369 ss.

“per motivi di interesse generale”. La clausola statutaria di squeeze-out non solo mancherebbe del necessario fondamento legislativo, ma perseguirebbe un interesse eminentemente privato, volto alla concentrazione del capitale in capo al socio di maggioranza, senza alcuna proiezione verso un'utilità collettiva comparabile a quella richiesta dalla norma costituzionale. Al riguardo, si argomenta che la disposizione normativa di cui all'art. 111 TUF avrebbe natura eccezionale (prevista per le sole società quotate) e, di conseguenza, sarebbe insuscettibile di una interpretazione estensiva oppure analogica al di fuori dei mercati regolamentati.¹⁶⁴

Al contrario, la tesi prevalente in dottrina ne ammette la configurabilità, ritenendo la stessa clausola lecita e meritevole di tutela.¹⁶⁵ Quanto agli interessi tutelati, essa mira a rendere più agevole la governance societaria, anche mediante l'eliminazione del fenomeno dell'abuso di minoranza.

Mancando una previsione di legge espressa al riguardo, il contenuto della stessa clausola è rimessa all'autonomia statutaria. A tal proposito, si osserva che la natura giuridica della clausola di squeeze-out statutario si avvicina alle

¹⁶⁴ Così, V. Salafia, *Squeeze out statutario*, in *Le Società*, 2007, 1450 ss.; A. D'Amico, *Le clausole di covendite e trascinarsi*, in *Studium Iuris*, 2020, 1230. Per la suddetta dottrina contraria a tale previsione alla legittimità della clausola in esame, non sarebbe sufficiente neppure la volontà unanime dei soci al momento dell'introduzione della clausola per superare l'obiezione di fondo. A sostegno di tale affermazione si argomenta che tale previsione, pur frutto di consenso originario, non sarebbe opponibile agli aventi causa che non abbiano partecipato a quella decisione, reintroducendo così l'effetto espropriativo in assenza di consenso individuale (il che a dire il vero sembra un assunto discutibile, in quanto è fisiologico nell'acquisizione di partecipazioni sociali, e quindi il diventare socio di una certa società, l'essere assoggettati allo statuto sociale della stessa società). Secondo la dottrina in parola, la circostanza che la clausola non sia configurabile all'unanimità conferma la natura strutturalmente incompatibile con i principi inderogabili posti a tutela della posizione giuridica del socio, primo tra tutti il diritto alla conservazione della qualità di socio, che può essere compresso solo nelle ipotesi tipiche e tassative previste dalla legge.

¹⁶⁵ Massima n. 99 Consiglio notarile Milano, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto* (art. 2437-sexies c.c.), cit.; M. Maltoni, *Sulla riscattabilità delle quote di società a responsabilità limitata*, cit., 153; R. Navarra, *Lo squeeze-out nella Aktiengesellschaft. Riflessioni sull'ammissibilità nelle S.p.a. mediante apposita clausola statutaria*, in *Le Società*, 2016, 676; C.F. Giampaolino, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, 148 ss., con riferimento alla nota 5.

clausole di opzione ed al riscatto azionario. Alle prime, in quanto evidentemente detta clausola attribuisce al socio di maggioranza qualificata un diritto potestativo di acquistare le partecipazioni residue. Alle seconde, in quanto spesso da un punto di vista di tecnica redazionale le clausole in esame vengano strutturate come fattispecie di riscatto, da parte del socio di maggioranza, delle restanti azioni in circolazione.

Infine, applicazione peculiare della clausola di squeeze-out statutario è in materia della c.d. “OPA endosocietaria”, con riferimento alle società di capitali chiuse (nel senso di non quotate) che abbiano le azioni diffuse tra i soci in misura rilevante. Tali società, qualora intendano accedere al sistema multilaterale di negoziazione Mercato Euronext Growth Milan, sono obbligate a prevedere al livello statutario la suddetta clausola.¹⁶⁶

1.7 Introducibilità a maggioranza delle clausole statutarie di exit forzato atipiche

Come sopra accennato, in materia di società di capitali è centrale il principio maggioritario.¹⁶⁷ Specularmente, si afferma che nell’ordinamento del diritto societario il principio dell’unanimità è caratterizzato da “palese eccezionalità”¹⁶⁸.

Pertanto, l’introduzione, la modifica e l’eliminazione di una clausola statutaria limitativa della circolazione delle partecipazioni societarie – come quelle sopra

¹⁶⁶ A. Santoro, *L’OPA endosocietaria*, in *Amministrazione & Finanza*, 2017, 52 ss.; F. Urbani, *Il diritto di acquisto (squeeze-out) nel contesto delle OPA: un fondamentale strumento per il buon funzionamento del mercato dei capitali*, in *Le Società*, 2023, 1378 ss.

¹⁶⁷ Per una prospettiva storica al riguardo, v. G. L. Pellizzi, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, 113 ss.

¹⁶⁸ Così Trib. Milano 22 dicembre 2014 e Trib. Napoli 25 ottobre 2006.

illustrate – sono di regola deliberate con la maggioranza necessaria per le modifiche statutarie.¹⁶⁹

Con riferimento alla clausola di drag-along (ma lo stesso ragionamento potrebbe applicarsi *mutatis mutandis* alla clausola di squeeze-out statutario), e specificamente alla introduzione della clausola in statuto, nonché alla sua modifica e soppressione, si pone il cruciale problema di stabilire se, relativamente al quorum deliberativo, sia sufficiente la maggioranza oppure sia necessaria l'unanimità.¹⁷⁰ Ciò in quanto detta clausola incide sul diritto individuale del socio alla permanenza nella compagine sociale.

La teoria più restrittiva, rigorosa e risalente sostiene che l'introduzione della drag-along abbisogni del consenso unanime dei soci.¹⁷¹ Tale rafforzamento procedimentale sarebbe necessario in quanto la clausola in esame determina una compressione significativa del diritto del socio di conservare il proprio *status*, assimilabile a una limitazione del diritto di proprietà, il che sarebbe

¹⁶⁹ Massima n. 31 Consiglio notarile Milano, *Introduzione o rimozione di limitazioni alla circolazione di partecipazioni di s.r.l. (artt. 2469 e 2473 c.c.)*, 19 Novembre 2004, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/31/>; Massima H.I.5 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Legittimità delle clausole di gradimento o di intrasferibilità*, 1° pubbl. 9/04.

¹⁷⁰ P. Divizia, *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Notariato*, 2011, 395 ss. Per una prospettiva d'oltreoceano sul rapporto tra exit e principio maggioritario, si veda R. B. Thompson, *Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal Role in Corporate Law*, Geo. L.J., 1995, disponibile presso: <https://www.scribd.com/document/342349120/Exit-Liquidity-and-Majority-Rule-Appraisals-Role-in-Corporate-Law>.

¹⁷¹ In tal senso, per la giurisprudenza, Trib. Milano 25 marzo 2011, con le seguenti note: G.A. Rescio, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along*, in *Giur. comm.*, 2012, 1055 ss.; M. Del Linz, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1072 ss.; nonché Trib. Milano 24 marzo 2011, con nota di N. De Luca, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, 65 ss. Tale pronuncia è stata altresì esaminata da P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 149 ss. Quanto alla dottrina notarile v. Massima H.I.19 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie azioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro* - 1° pubbl. 9/06 – modif. 9/17 – motivato 9/17, nella versione precedente del medesimo orientamento, che è stato poi riformato nel senso della non necessità dell'unanimità, seppur al ricorrere di determinate condizioni (come infra specificato).

ammissibile solo per legge (art. 42, comma 3, Cost.) oppure per volontà del titolare della partecipazione sociale trascinata, nel caso di specie.

Al contrario, la tesi opposta reputa che la clausola di drag-along debba essere trattata alla pari – e quindi soggetta alla medesima disciplina – delle clausole limitative della circolazione delle partecipazioni. In assenza di una specifica disposizione legislativa in materia, infatti, non esisterebbe alcun principio inderogabile che imponga la necessaria unanimità per le modifiche statutarie che coinvolgono diritti individuali, valorizzando così la regola cardine del principio maggioritario.¹⁷² Ciò, a condizione che sussista un interesse sociale in tal senso, da un lato, e che, dall'altro, sia rispettato il principio di parità di trattamento che impone di trattare allo stesso modo i soci che si trovino nelle medesime condizioni.

Pertanto, sarebbe sufficiente la maggioranza, temperata dal diritto di recesso per i soci che non abbiano concorso all'adozione della relativa delibera.¹⁷³

Occorre precisare al riguardo che la regola della maggioranza dovrebbe comunque trovare applicazione nel rispetto dei principi di correttezza, buona fede e parità di trattamento.¹⁷⁴ Ad esempio, è necessario che – al momento dell'introduzione della relativa clausola statutaria – tutti i soci si trovino nella

¹⁷² Per ultimo, si veda Tribunale Trieste Sez. spec. in materia di imprese, Sent. 06/03/2024, n. 241 in <https://onelegale.wolterskluwer.it/>.

¹⁷³ Per la giurisprudenza, in aggiunta a quella richiamata nella nota immediatamente precedente, si veda Trib. Milano 22 dicembre 2014, con i seguenti commenti: A. Negri-Clementi, N. Perricone, *Modifiche statutarie e clausole di circolazione della partecipazione: una questione di quorum o di equa valorizzazione?*, in *Società*, 8-9, 2015, 960 ss.; D. Piselli, *Il principio di "equa valorizzazione" della partecipazione sociale è riferibile solo all'uscita del socio dalla società?*, in *Società*, 8-9, 2015, 968 ss.; I. Scotti, *Clausola di Drag-along e principio maggioritario*, in *Notariato*, 2015, 620 ss. Per quanto riguarda la dottrina notarile, v. Massima n. 88 Consiglio notarile Milano, *Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di "co-vendita" delle partecipazioni (artt. 2355-bis e 2469 c.c.)*, cit.; Massima H.I.19 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie azioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro*, cit.

¹⁷⁴ Massima n. 8 della Commissione del Consiglio Notarile di Roma, *Clausole di co-vendita e di trascinalamento: possibilità di introduzione a maggioranza*, 2013.

medesima posizione rispetto all'evento futuro di una possibile cessione dell'intero capitale a terzi. Non vi devono essere, quindi, soci determinati cui è attribuito un vantaggio oppure un peso.¹⁷⁵

A tale ricostruzione giunge la giurisprudenza più recente sulla scorta del seguente ragionamento giuridico, che trae origine non tanto dalla ricostruzione della drag-along quale opzione di vendita, quanto dall'applicazione al caso di specie dei principi applicabili allo scioglimento della società.

Nello specifico, i soci di minoranza nell'ipotesi di vendita della loro quota per effetto del trascinamento si trovano nella medesima situazione in cui si troverebbe se l'assemblea deliberasse a maggioranza lo scioglimento anticipato (ai sensi dell'art. 2484 c.c.), delibera che pacificamente non richiede l'unanimità dei consensi.

Secondo la tesi in esame, le condizioni che devono cumulativamente ricorrere affinché le clausole statutarie di drag-along possano essere introdotte a maggioranza sono le seguenti:

- a) il trasferimento delle partecipazioni deve avere ad oggetto l'intero capitale sociale;
- b) la liquidazione di ciascun socio deve prevedere una somma pari o superiore alla somma alla quale avrebbe diritto in caso di liquidazione della società (e, pertanto, pari o superiore a quella da determinarsi ai sensi degli artt. 2437 ter oppure 2473 c.c.); e

¹⁷⁵ Trib. Milano 22 dicembre 2014, con i riferimenti sopra menzionati. Con riferimento all'introduzione successiva della clausola di squeeze-out in presenza dei presupposti applicativi e, pertanto, del rapporto tra il principio maggioritario per l'assunzione delle delibere e la necessità del consenso dei soci che si trovino nella situazione di essere forzosamente squeeze-out, cfr. R. Navarra, *Lo squeeze-out nella Aktiengesellschaft. Riflessioni sull'ammissibilità nelle S.p.a. mediante apposita clausola statutaria*, cit., 681.

c) la parità di trattamento tra soci.¹⁷⁶

Altrimenti, anche secondo la teoria fautrice della maggioranza, la clausola di trascinamento potrebbe essere introdotta esclusivamente all'unanimità, trattandosi di limitazione dell'autonomia negoziale e del diritto di proprietà. Al contrario, con i correttivi garanzie di cui ai punti a), b), e c) che precedono, invece, la clausola statutaria in esame si limiterebbe a configurare una particolare modalità di liquidazione dei soci in sostanza già contemplata dal sistema.¹⁷⁷

1.8 Il problema dell'abuso del diritto

Come appena accennato in tema di introducibilità a maggioranza delle clausole di trascinamento, la giurisprudenza ha richiamato – a proposito della composizione degli interessi tra soci di maggioranza e di minoranza¹⁷⁸ – il principio di buona fede e correttezza.¹⁷⁹

¹⁷⁶ Massima H.I.19 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie azioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro*, cit.

¹⁷⁷ Tribunale Trieste Sez. spec. in materia di imprese, Sent. n. 241 del 6 marzo 2024, in <https://onelegale.wolterskluwer.it/>.

¹⁷⁸ P. Agstner, *Shareholder Conflicts in Close Corporations: Between Theory and Practice. Evidence from Italian Private Limited Liability Companies*, 12 settembre 2018, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3248192> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3248192>, per il quale i conflitti tra soci sono il tallone d'Achille delle società di capitali chiuse. A proposito dei conflitti di interesse nelle società, cfr. J. Macey, *The Nature of Conflicts of Interest within the Firm*, in *Journal of Corporation Law*, 2006, 613 ss.

¹⁷⁹ Come sopra accennato, la regola generale per il funzionamento degli organi societari delle società è la regola della maggioranza (ossia, le delibere devono essere approvate a maggioranza dei voti). Tuttavia, le delibere societarie adottate con abuso da parte del socio o dei soci di maggioranza possono essere dichiarate nulle e prive di efficacia a seguito di contenzioso. Ciò può verificarsi se le delibere perseguono esclusivamente gli interessi dei soci di maggioranza anziché che quelli della società oppure mirano a pregiudicare i diritti dei soci di minoranza. La giurisprudenza al riguardo ha riportato diversi esempi di delibere abusive, tra cui, a titolo esemplificativo e non esaustivo: (a) l'introduzione nello statuto di una clausola che consente l'esclusione dei soci, seguita dall'esclusione del socio di minoranza; (b) l'introduzione nello

Gli Ermellini, con riferimento al funzionamento della clausola di russian roulette, hanno riconosciuto che detta clausola possa prestare il fianco ad abusi, motivo per cui hanno affermato che l'esercizio dei diritti di cui alla stessa clausola di roulette russa debba soggiacere all'applicazione dei principi generali di correttezza e buona fede.¹⁸⁰

Nello specifico, la Cassazione - che nella sua pronuncia richiama la dottrina e la giurisprudenza nordamericana - si è soffermata su due piani.

In primo luogo, sul piano della disclosure, per cui il socio che riceve la comunicazione circa l'attivazione della clausola deve possedere gli elementi informativi necessari al fine di poter consapevolmente decidere se vendere la propria partecipazione oppure acquistare la partecipazione sociale del proponente.¹⁸¹ In secondo luogo, l'attenzione è posta sui casi di ampio divario fra i soci dal punto di vista economico-finanziario, il che potrebbe far sì che un soggetto (forte) possa ricorrere ad un uso abusivo della clausola per espellere l'altro socio (debole) anche in casi di situazioni di stallo artefatte, situazioni che determinerebbero quanto è stato in gergo denominato "lack of choice" dell'oblato che sarebbe obbligato a vendere la propria partecipazione (non avendo la possibilità di acquistare quella del proponente). In questo modo si è osservato che verrebbe meno l'equilibrio negoziale della clausola.¹⁸²

statuto di una clausola che consente il recesso volontario, seguita dall'esercizio dei diritti di recesso da parte degli stessi soci che hanno deliberato l'introduzione della stessa clausola; (c) l'approvazione di un aumento di capitale sociale finalizzato esclusivamente a diluire la partecipazione dei soci di minoranza; (d) la soppressione dallo statuto di una clausola di prelazione seguita dalla vendita delle azioni da parte dei soci che hanno deliberato tale soppressione; (e) lo scioglimento anticipato della società; (f) la mancata distribuzione dei dividendi.

¹⁸⁰ Cass. civ., Sez. I, Sent. n. 22375, 25 luglio 2023, con i relativi contributi sopra citati nella nota n. 86. Analogamente, C. Limatola, *Lo "Stallo decisionale" nelle S.P.A. Disciplina legale ed autonomia statutaria*, Torino, Giappichelli, 2024, 9 ss.

¹⁸¹ G.A. Rescio, *Stalli decisionali e roulette russa*, cit., 380.

¹⁸² V. Cariello, M. Lamandini, *Sul ruolo delle comparazioni nell'interpretazione della clausola di "roulette russa"*, in *Le Società.*, 2023, 1217 ss. che al riguardo evidenziano l'importanza del metodo comparatistico adottato dalla Corte di Cassazione, nonché come infra illustrato si

Quanto alla tutela in caso di abuso del diritto con riferimento alla clausole in esame¹⁸³, si distinguono diverse impostazioni. Taluno ritiene che all'oblato spetti tutela risarcitoria in relazione ai danni subiti dall'exit forzato. Altri, ritengono, invece che l'oblato possa paralizzare il funzionamento della clausola di roulette russa mediante lo strumento dell'*exceptio doli generalis*. Inoltre, si è proposta la configurabilità dell'annullamento della delibera assembleare se lo stallò dalla stessa assemblea fosse intenzionalmente determinato dal socio che avrebbe successivamente attivato la clausola in esame. Un'ulteriore forma di tutela configurabile, più pregnante rispetto a quanto appena illustrato, consiste nella sanzione dell'inefficacia dell'atto di trasferimento della partecipazione sociale.¹⁸⁴

1.9 Correttivi rispetto alle clausole di exit forzato atipiche e principio di equa valorizzazione

1.9.1. Drag-along

In dottrina ed in giurisprudenza non si è dubitato della legittimità e della meritevolezza di tutela della clausola in esame, in quanto rispondente agli interessi delle parti ad un più vantaggioso disinvestimento della partecipazione sociale.¹⁸⁵

soffermano su un'analisi funzionale della pattuizione in esame, di russian roulette, nella composizione degli interessi in gioco.

¹⁸³ N. De Luca, "Roulette russa" ed equa valorizzazione: tra sociale, parasociale, equivoci e preconcetti, in ODC, 2024, 265 ss.

¹⁸⁴ Cass. civ., Sez. I, Sent. n. 22375, 25 luglio 2023.

¹⁸⁵ Tra i vari contributi, L. Ponti, P. Panella, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, Giuffrè, 2006, 203.

In relazione alla compatibilità con il diritto societario, sono stati individuati taluni correttivi.

In particolare, in primo luogo, come discusso nel paragrafo che precede in relazione al quorum deliberativo, si discute in relazione alla necessità o meno dell'unanimità dei consensi dei soci.¹⁸⁶

Inoltre, la teoria prevalente ritiene necessario prevedere il diritto in capo ai soci di ricevere un corrispettivo per l'alienazione che sia pari o superiore a quanto determinato in sede di liquidazione della società e, pertanto, pari o superiore a quanto determinato ai sensi degli artt. 2437 ter e 2473 c.c.¹⁸⁷

Tuttavia, va segnalata la tesi contraria in virtù della quale la circostanza per cui il prezzo risulta iniquo, ciò non dovrebbe incidere sulla validità della clausola per contrarietà di norme imperative, ma dovrebbe rilevare come elemento da cui desumere il carattere emulativo della determinazione del prezzo. Pertanto, secondo tale ricostruzione, il correttivo non sarebbe preventivo, "a monte", bensì sul piano rimediale della tutela in caso di prezzo in concreto iniquo, "a valle", dovendosi valutare eventuali profili di abuso nell'esercizio del diritto di cui alle clausole.¹⁸⁸

¹⁸⁶ Si vedano le considerazioni svolte nel precedente paragrafo 2.3 del presente Capitolo 2.

¹⁸⁷ Cfr. riferimenti di cui al paragrafo 1.3.1 del precedente Capitolo 1.

¹⁸⁸ Tribunale Roma, Sez. spec. in materia di imprese, 19 ottobre 2017, sentenza n. 19708 per cui *"non può ravvisarsi all'interno del diritto societario alcuna norma imperativa implicita che vieti o renda illegittima ex ante una clausola antistallo del tipo della roulette russa anche nel caso in cui la parte titolare del potere di determinare il prezzo non sia soggetta ad alcun criterio obiettivo da seguire e ciò a condizione che la clausola non porti, necessariamente, ad una determinazione iniqua. Ciò che l'ordinamento vuole non è tanto la fissazione di un valore intrinsecamente equo, ma che la clausola pattizia non consenta, a priori, di fissare un valore manifestamente iniquo."*, in *Giur. comm.* 2019, 861 ss., con nota di B. Sciannaca. In dottrina, cfr. P. M. Sanfilippo, *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, cit., 1155 ss.; A. Stabilini, N. Trapani, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, cit., 949 ss.

Con riferimento alla necessità o meno di tale correttivo – consistente nel rispetto del principio di equa valorizzazione della partecipazione sociale – si rimanda alle considerazioni di cui al terzo capitolo del presente elaborato.

1.9.2. Vendita collettiva forzata

Nella vendita collettiva forzata, particolarmente rilevante è il profilo relativo alla determinazione del prezzo di vendita dell'intero capitale sociale.

A tal proposito, il prezzo di vendita – a seconda delle tecniche redazionali della clausola statutaria – può essere tanto ancorato a parametri oggettivi (ad esempio mediante un rinvio alla normativa in materia di recesso), quanto a meccanismi di valutazione indipendenti (ad esempio mediante il rinvio ad un terzo della determinazione del valore), anche ai fini di un contenimento dei rischi derivanti dalle possibili contestazioni successive tra i soci.

Con riferimento alla necessità o meno della previsione di correttivi, occorrerebbe prendere in considerazione la natura giuridica della clausola in esame.

Secondo la teoria prevalente, la natura giuridica della vendita collettiva forzata è quella di mandato a vendere. Da tale premessa, dovrebbe ritenersi plausibile la necessaria conseguenza dell'applicazione dei principi in materia contrattuale e, pertanto, in particolare la libera determinazione del prezzo.¹⁸⁹

Tuttavia, come si avrà modo di approfondire nel corso del presente elaborato, diverse considerazioni dovrebbero essere effettuate qualora si ritiene sussistere

¹⁸⁹ Al riguardo, cfr.: M. Notari, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, cit., 383 ss.

il principio di equa valorizzazione della partecipazione sociale all'interno del nostro ordinamento per tutte le ipotesi di exit forzato.

Difatti, aderendo alla suddetta impostazione, probabilmente dovrebbe ritenersi che lo stesso principio dell'equa valorizzazione delle partecipazioni sociali – così come è stato ritenuto applicabile ad altre fattispecie (tra tutte, la clausola di drag along) – sia applicabile anche alla clausola di vendita collettiva forzata. A proposito dell'esistenza (o meno) di un principio inderogabile di equa valorizzazione, si prega di far riferimento alla disamina di cui all'ultimo capitolo.

1.9.3. Prelazione impropria

Come innanzi illustrato, la prelazione "impropria" è la clausola in virtù della quale, nel caso di alienazione delle partecipazioni societarie, il prelazionario ha diritto di esser preferito, indipendentemente dal fatto che il negozio giuridico di cessione al terzo preveda un corrispettivo qualitativamente e/o quantitativamente diverso rispetto a quello che il socio avrebbe potuto ottenere dal potenziale acquirente.

Al riguardo, non vi sono dubbi circa la validità delle clausole in esame, in quanto esse sono ritenute ricomprese nelle "*particolari condizioni*" cui poter subordinare il trasferimento delle partecipazioni sociali di cui all'art. 2355-bis c.c., per quanto riguarda le società per azioni, e di cui all'art. 2469 c.c., per le società a responsabilità limitata.¹⁹⁰

Un primo aspetto è previsto dal Legislatore ed è relativo alla durata delle clausole in questione. Le disposizioni sopra menzionate (ossia gli artt. 2355-bis

¹⁹⁰ C.A. Busi, *La Prelazione societaria*, cit., 267 ss.

e 2469 c.c.), infatti, prevedono la configurabilità di una pattuizione dell'intrasferibilità di azioni o quote rispettivamente per un periodo di cinque anni (se società per azioni) o di due anni (se società a responsabilità limitata). Qualora, quindi, la durata delle clausole di prelazione improprie sia limitata ad un periodo inferiore a detti periodi, non si ritiene sussistano limiti alla loro efficacia.

Un correttivo è richiamato dalla prassi notarile qualora le clausole di prelazione improprie non siano soggette ad alcun limite temporale oppure lo stesso limite temporale sia superiore ai cinque anni (se s.p.a.) oppure ai due anni (se s.r.l.).¹⁹¹

Caratteristica delle clausole di prelazione impropria, come innanzi detto, è la previsione di un meccanismo di calcolo di un corrispettivo di cessione per i prelazionari. Alternativamente, il prezzo deve essere determinato da un terzo arbitratore¹⁹².

Una volta determinato l'importo, se il corrispettivo cui sono tenuti i soci è sensibilmente inferiore a quello previsto in materia di recesso, si ritiene che dette clausole di prelazione impropria determinino una limitazione al trasferimento in maniera sostanzialmente assimilabile a quanto previsto nelle clausole di mero gradimento.¹⁹³ Al riguardo, infatti, la ratio delle disposizioni in materia di limitazione alla partecipazione di azioni pone correttivi da un lato a clausole che impediscono al socio di cedere la propria partecipazione, e

¹⁹¹ Massima n. 85 Consiglio notarile Milano, *Limiti di efficacia della clausola di prelazione c.d. "impropria" negli statuti di s.p.a. (art. 2355-bis c.c.)*, cit.

¹⁹² Così, Massima H.I.16 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Prelazione e trasferimenti a titolo gratuito o con corrispettivo infungibile*, cit.

¹⁹³ A proposito delle clausole di mero gradimento, si vedano i seguenti orientamenti notarili: Massima n. 32 Consiglio notarile Milano, *Condizioni di efficacia delle clausole di mero gradimento nella s.p.a. (art. 2355-bis c.c.)*, 19 Novembre 2004, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/32/>; Massima H.I.6 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Legittimità delle clausole di mero gradimento*, 1° pubbl. 9/04. Per una prospettiva ante riforma, v. A. Figone, *Limiti statutari alla circolazione delle azioni*, in *Le Società*, 1997, 1304 ss.

dall'altro a quelle clausole che pongono al socio – propenso all'exit – il dilemma tra cedere la propria quota per un corrispettivo significativamente inferiore a quello che il legislatore considera "equo" (ossia quello previsto in materia di recesso) oppure dovere rimanere all'interno della compagine sociale.

Se il sistema di calcolo del corrispettivo ha come risultato un prezzo significativamente inferiore al valore di recesso, distinta è la conseguenza per le società per azioni e le società a responsabilità limitata. Per le prime, la clausola di prelazione impropria è inefficace se non prevede espressamente il diritto di recesso. Nel secondo caso, invece, la clausola è efficace, ma sorge ex lege diritto di recesso.¹⁹⁴

1.9.4. Roulette russa

Come sopra anticipato, la clausola in esame è ritenuta legittima in quanto avente una utilità pratica ed applicativa evidente.

Quanto ai correttivi per affermarne la validità, bisogna distinguere il piano parasociale dal piano sociale.

Quanto al primo, ossia dei patti parasociali, sembrerebbe ci sia unanimità nel sostenere la non necessità di alcun meccanismo di valorizzazione della partecipazione sociale. Tale considerazione muoverebbe dall'assunto – di cui ai precedenti paragrafi del presente capitolo – per cui, in caso di applicazione della disciplina dei contratti, occorre rispettare il principio della libera determinazione del prezzo (che sarà esaminato nel capitolo appresso a proposito della determinazione del valore delle partecipazioni societarie).

¹⁹⁴ Massima n. 85 Consiglio notarile Milano, *Limiti di efficacia della clausola di prelazione c.d. "impropria" negli statuti di s.p.a. (art. 2355-bis c.c.), cit.* Inoltre, si vedano al riguardo le relative note di cui al paragrafo *supra* relativo alla Prelazione impropria.

Quanto al piano sociale, invece, il tema dell'equa valorizzazione vede due tesi contrapposte.

Da un lato, si ritiene che – pur in assenza di esplicito richiamo normativo del criterio legale di determinazione del valore delle partecipazioni previsto in materia di recesso (di cui agli artt. 2437-ter, comma 2, e 2473, comma 3, c.c.) – la validità della clausola è subordinata, così come per quanto concerne le clausole di drag along, al rispetto del principio di equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa.¹⁹⁵

Al contrario, altra parte della dottrina ritiene che tale correttivo non sia necessario non solo e non tanto se la clausola è prevista all'interno di un patto parasociale, ma non sarebbe neppure necessario se la pattuizione fosse contenuta nello statuto sociale.¹⁹⁶

Tale considerazione muove dal fatto che, più che una clausola relativa al trasferimento delle partecipazioni (che è un effetto del meccanismo sopra illustrato), la clausola di russian roulette sarebbe una pattuizione relativa al funzionamento degli organi sociali e sarebbe per definizione equilibrata in quanto la facoltà dell'oblato di acquistare le partecipazioni del proponente farebbe sì che il corrispettivo indicato nell'offerta sia equo.¹⁹⁷ Tale clausola, peraltro, si differenzerebbe nettamente dalla clausola di drag-along da un doppia prospettiva (e ciò varrebbe a differenziare la necessità circa il correttivo dell'equa valorizzazione). Innanzitutto, le due clausole sono distinte da un punto di vista strutturale, in quanto la clausola di russian roulette è caratterizzata dalla natura bilaterale sia circa l'attivazione della clausola che per

¹⁹⁵ Massima n. 181 Consiglio notarile Milano, *Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cowboy»)* (artt. 2437-sexies, 2473-bis c.c.), cit.

¹⁹⁶ Come affermato dalla Massima n. 73/2020 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit.

¹⁹⁷ In senso contrario, C. Limatola, *L'incerto equilibrio della clausola di roulette russa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2024, 819; G.A. Rescio, *Stalli decisionali e roulette russa*, cit., 379 ss.

il meccanismo di funzionamento della clausola per cui è necessario l'input tanto del socio che attiva la clausola quanto quello dell'oblato. Inoltre, le clausole si differenziano sul piano teleologico, in ragione della preminente valenza organizzativa della russian roulette, per cui il trasferimento della partecipazione non rappresenta il fine, bensì il mezzo per la risoluzione dello stallo, mentre nel caso di drag along (e di riscatto), il fine è proprio il trasferimento delle partecipazioni sociali.¹⁹⁸

1.9.4.1. Aspetti civilistici di validità delle clausole di russian roulette

Anche con riferimento ai patti parasociali di russian roulette, la Corte di Cassazione è stata investita della questione della validità degli stessi.¹⁹⁹

Tra i vari diversi profili trattati da una nota sentenza "saggio"²⁰⁰ – quali l'inquadramento della fattispecie, la differenziazione tra pattuizione statutaria oppure parasociale, la comparazione con Paesi di common law e di civil law, la disamina della dottrina notarile, la necessità (o meno) di un floor, la compatibilità con il patto leonino, l'equa valorizzazione delle partecipazioni sociali, nonché la buona fede e l'abuso del diritto – vi è il filtro costituito dal piano civilistico e, segnatamente, il potenziale contrasto con le disposizioni di cui all'art. 1355 c.c. (con specifico riferimento alla condizione meramente

¹⁹⁸ Massima n. 73/2020 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *cit.*

¹⁹⁹ Cass. Civ., Sez. I, 25 luglio 2023, sentenza n. 22375, come commentata con diversi contributi dottrinari di cui alla precedente nota 86, nonché M. Costanza, *Clausole di roulette russa all'italiana*, in *Riv. not.*, 2023, 1329 ss.; L. Tormen, *La Cassazione sgombera il campo da ogni dubbio sulla validità della clausola di roulette russa nei patti parasociali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2024, 85 ss.; G. Bazzoni, *La validità 'equilibrata' della Russian roulette*, in *Giur. it.*, 2024, 2082 ss.

²⁰⁰ Di cui alla nota che precede.

potestativa) e all'art. 1349 c.c. (con riferimento alla indeterminatezza dell'oggetto di cui alla clausola contrattuale).²⁰¹

Quanto alla compatibilità del meccanismo con il divieto delle condizioni meramente potestative, la Corte di Cassazione ha richiamato il carattere che contraddistingue detta fattispecie, ossia la rimessione al mero arbitrio di una parte, privo di "seri o apprezzabili motivi", slegato quindi da ogni razionale valutazione di opportunità, convenienza o apprezzabili motivi.²⁰²

Alla luce di tali considerazioni, pertanto, la Corte di Cassazione ha ritenuto che la russian roulette non integrasse gli estremi di condizione meramente potestativa. Ciò in quanto l'evento che rappresenta il presupposto applicativo (ossia lo stallo) non dipende da un capriccio di una sola parte (nel qual caso potrebbe configurarsi la figura dell'abuso del diritto di cui sopra), ma costituisce una situazione oggettiva di blocco organizzativo, gestionale e decisionale della società.

Quanto al secondo profilo di validità circa la determinazione oppure determinabilità del prezzo ai sensi dell'art. 1349 c.c., esso attiene all'oggetto del contratto. Anche a questo proposito, la Corte ha rigettato la tesi dell'indeterminabilità del prezzo, che seppur essendo unilateralmente determinato dal proponente, ciò avviene all'interno di un sistema di equilibrio che impone una scelta ponderata. Difatti, l'oblato ha un'obbligazione alternativa – di vendere oppure acquistare allo stesso prezzo – il che determina un bilanciamento procedimentale tale da escludere derive arbitrarie.²⁰³

²⁰¹ Paragrafo g. della sentenza di cui alla nota precedente.

²⁰² In dottrina, v. C.M. Bianca, *Diritto Civile*, 3, *Il contratto*, Milano, Giuffrè, 2019, 499 ss. Per la dottrina notarile, M.C. Diener, *Il contratto in generale*, 2021, Milano, Giuffrè, 442 ss. La Cassazione, infatti, ha chiarito che l'invalidità ex art. 1355 c.c. si verifica solo quando l'efficacia del negozio dipenda da una scelta puramente arbitraria e sganciata da parametri oggettivi o da interessi contrattuali rilevanti (Cass., sez. V, 30 luglio 2019, n. 30143).

²⁰³ Paragrafo g., Cass. Civ., Sez. I, 25 luglio 2023, sentenza n. 22375. Come peraltro affermato anche dalla giurisprudenza statunitense, "*The possibility that the person naming the price can be*

1.9.5. Partecipazioni sociali auto-estinguibili o a tempo

Come innanzi illustrato, si ritengono legittime le clausole statutarie di società per azioni e di società a responsabilità limitata c.d. “auto-estinguibili” oppure altrimenti note come “a tempo”, ossia clausole che sono caratterizzate per l’automatica estinzione delle azioni al raggiungimento di un determinato termine oppure allorquando si verifichi una certa condizione.

A tal proposito, tali partecipazioni auto-estinguibili trovano terreno fertile negli investimenti caratterizzati da un orizzonte temporale determinato. Si pongono in qualche modo come alternativa agli strumenti di *debt*, ossia di debito, in virtù dei quali l’investitore (in tal caso, il finanziatore) consegna – a titolo di mutuo – alla società una somma di denaro, con il diritto a ricevere al termine del contratto il capitale iniziale, nonché gli interessi sulla stessa somma. In tal caso, evidentemente, diversa è la posizione giuridica del finanziatore-creditore rispetto all’investitore-socio. Non solo e non tanto in relazione all’assenza di diritti amministrativi (e quindi di *voice*), ma anche e soprattutto in relazione – secondo un punto di vista economico – alla diversa remunerazione (difatti, solo i soci partecipano agli utili), evidentemente conseguenza del diverso rischio sopportato dagli investitori / dai finanziatori.²⁰⁴

In tale contesto, quindi, si comprende l’utilità dello schema negoziale in esame, che tipicamente trova applicazione nei casi in cui vi è difficoltà relativa al disinvestimento (ad esempio, perché la società non è quotata).

forced either to buy or to sell keeps the first mover honest”, in Frank H. Easterbrook, in John F. Valinote v. Stephen R. Ballis, 295 F.3d 666 (7th Cir. 2002). Nel medesimo senso, cfr. H. Fleischer, S. Schneider, *Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations*, in ECFR, 2012, 35 ss.

²⁰⁴ L. Arlati, *Le partecipazioni sociali auto-estinguibili e a tempo: aspetti e tecniche redazionali*, cit., 236-237.

Cruciale, quindi è il diritto alla liquidazione a favore del titolare delle azioni o quote medesime che, secondo la ricostruzione dottrinarica sul punto, non si ritiene strettamente necessario.²⁰⁵

Tuttavia, sebbene ritenuto non imprescindibile, detto diritto alla liquidazione in favore dei soci può essere configurabile (e nella prassi risulta essere assai diffusa tale previsione). In tal caso, il diritto alla liquidazione può essere tanto in denaro quanto in natura.

Ad ogni modo, qualora sia la liquidazione sia statutariamente prevista, essa dovrebbe essere subordinata al rispetto delle norme che disciplinano le distribuzioni ai soci, per cui a titolo esemplificativo, in assenza di riserve disponibili, si ritiene applicabile la disciplina in materia di riduzione del capitale sociale ai sensi dell'art. 2445 e dell'art. 2482 c.c.²⁰⁶

Pertanto, ai sensi di tale disciplina, la relativa delibera di riduzione volontaria del capitale sociale potrà dunque essere eseguita a condizione che i creditori sociali anteriori all'iscrizione della relativa delibera di riduzione nel registro delle imprese – nel termine di novanta giorni dalla data di iscrizione della delibera – non abbiano fatto opposizione.²⁰⁷

1.9.6. Opzioni put e call

Le opzioni put e call (rispettivamente, di vendita e di acquisto, come sopra illustrato), diffuse – e ampiamente utilizzate – in ambito societario con

²⁰⁵ Massima n. 190 Consiglio notarile Milano, *Azioni e quote «auto-estinguibili»*, cit.

²⁰⁶ Massima n. 190 Consiglio notarile Milano, *Azioni e quote «auto-estinguibili»*, cit. e Massima n. 66/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit.

²⁰⁷ Con riferimento a tale disposizione, si ritiene che la ratio della relativa disciplina consista nella protezione dei creditori sociali che potrebbero subire un pregiudizio nel caso in cui il patrimonio sociale sia ridotto in funzione della riduzione del capitale sociale.

riferimento a società che non fanno ricorso ai mercati finanziari, ricalcano lo schema negoziale codicistico di cui all'art. 1331 c.c.²⁰⁸

Nello specifico, secondo la natura giuridica ad esse attribuite, l'opzione si sostanzia nel contratto avente ad oggetto la proposta irrevocabile del concedente in favore del beneficiario (o anche oblato), il quale ha il diritto potestativo di concludere, mediante una dichiarazione di volontà, il contratto di cui alla proposta irrevocabile del proponente.

Di conseguenza, ai fini della validità dell'opzione, è necessario che il contratto di opzione predetermini i termini e le condizioni di cui alla successiva compravendita (sia che si tratti di call, che di put, il contratto è lo stesso, ma si declina diversamente in vendita oppure acquisto a seconda della prospettiva da cui si osserva la fattispecie).²⁰⁹

Più specificamente, questione cruciale è quella, da un lato, legata all'individuazione del periodo temporale entro il quale l'opzione può essere esercitata e, dall'altro, alla determinazione del prezzo della successiva vendita (se l'opzione è put) oppure del successivo acquisto (se l'opzione è call). Con riferimento al secondo aspetto, quindi, è necessario²¹⁰ che il prezzo sia determinato, ad esempio in misura fissa²¹¹, oppure determinabile *per relationem*,

²⁰⁸ Rubricato "Opzione", ai sensi del quale "Quando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno, la dichiarazione della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dall'art. 1329.

Se per l'accettazione non è stato fissato un termine, questo può essere stabilito dal giudice."

²⁰⁹ L. Genghini, P. Simonetti, *Le società di capitali e le cooperative*, cit., 384 ss.

²¹⁰ Ai fini della validità del contratto ex art. 1346 c.c., per cui l'oggetto del contratto deve essere determinato oppure determinabile.

²¹¹ Se il prezzo è predeterminato già alla stipula del contratto di opzione, al momento dell'esercizio del diritto potestativo si possono configurare tre alternative: (a) in the money, qualora il prezzo di mercato sia inferiore al prezzo di esercizio, (b) at the money, qualora il prezzo di mercato sia equivalente al prezzo di esercizio, oppure (c) out of the money, qualora il prezzo di mercato sia superiore al prezzo di esercizio dell'opzione. Alla luce di questa osservazione, per scongiurare la possibilità che una delle parti agisca per la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, è opportuno prevedere pattiziamente l'aleatorietà del contratto. A tal proposito, secondo il Tribunale di Milano 30 gennaio 2014, "A prescindere dalla sua precisa qualificazione, sia esso da considerarsi quale negozio aleatorio ovvero quale negozio

facendo riferimento a parametri predeterminati, oppure rimettendo la quantificazione del prezzo ad un terzo arbitratore ex art. 1349 c.c..

Nella prassi delle operazioni societarie, peraltro, è piuttosto comune che le opzioni siano reciproche e incrociate. Ad esempio, qualora l'oblato non eserciti la propria opzione di vendita, il concedente potrebbe avere a sua volta una opzione di acquisto, e così via.

Peraltro, la determinazione del prezzo può variare sensibilmente nei casi in cui una oppure entrambe le parti del contratto di opzione (ossia i soci) siano altresì amministratori oppure dipendenti della società, e con ciò rivestendo un ruolo gestionale oppure comunque apportando un contributo personale. In tali casi, la determinazione del prezzo delle opzioni put e call è per prassi – e contrattualmente – distinta a seconda dei casi di c.d. *good leaver* e di c.d. *bad leaver*.

Con la prima locuzione (ossia il *good leaver*) ci si riferisce alla cessazione del rapporto (di amministrazione oppure di lavoro dipendente) che non tragga origine da condotte imputabili alla condotta del socio. Si tratta, quindi, di ipotesi che potrebbero definirsi fisiologiche, come per esempio le dimissioni per giusta causa, la morte, il pensionamento, oppure la revoca dalla carica di amministratore senza giusta causa.

Quanto, invece, al secondo caso (*bad leaver*), le fattispecie che tendenzialmente sono pattizamente previste sono quelle per cui la cessazione del rapporto avviene per eventi oppure circostanze attribuibili al socio. A titolo

commutativo, è la struttura stessa del contratto di put option a far dipendere il contenuto della prestazione di una delle parti alla variazione di correlati dati economici e ad escludere, pertanto, il rimedio della eccessiva onerosità sopravvenuta a tali tipi contrattuali: ciò, in particolare, in virtù di quanto espressamente previsto ai sensi dello stesso art. 1467, comma 2, c.c., ai sensi del quale è escluso tale rimedio laddove "la sopravvenuta onerosità rientra nell'alea normale del contratto" (massima). Conforme alla massima, si vedano Cass. 21 aprile 2011, n. 9263, in Giust. civ. Mass., 2011, 4, 650 e Cass. 19 ottobre 2006, n. 22396, in Il civilista, 2009, 12, 88 con nota di Pezzini.

esemplificativo, in caso di licenziamento del dipendente per giusta causa oppure in caso di revoca dell'amministratore per giusta causa.

La suddetta distinzione incide tipicamente sul prezzo di esercizio dell'opzione.²¹² Difatti, in caso di *good leaver*, la regola è la previsione del valore di mercato della partecipazione, oppure la previsione di un dato multiplo dell'EBITDA²¹³. Al contrario, in caso di *bad leaver*, si applica un prezzo ridotto (ad esempio un multiplo dell'EBITDA ridotto), anche fino al valore nominale della partecipazione sociale oppure al costo storico della stessa, in ragione della responsabilità attribuita al socio.

1.9.7. Clausola di squeeze-out statutario

Come sopra illustrato, la clausola di squeeze-out statutario, volta a consentire al socio di maggioranza l'acquisizione coattiva delle partecipazioni residue possedute dalla minoranza, solleva rilevanti questioni di compatibilità con i principi fondamentali dell'ordinamento e, in particolare, con le esigenze di protezione del socio di minoranza.

Nello specifico, l'equa valorizzazione della partecipazione assume un ruolo centrale. Poiché l'uscita del socio non deriva da un atto volontario, ma da una decisione imposta dalla maggioranza, il principio di equa valorizzazione

²¹² Per una fattispecie peculiare per cui la determinazione del prezzo di acquisto era indipendente dalla causa di cessazione del rapporto di lavoro dipendente, convenzionalmente denominato "whatever leaver" (ossia indipendentemente da un comportamento buono o cattivo), si veda C. Di Bitonto, *Validità della clausola statutaria di ... "whatever leaver", collegata ad un piano di incentivazione per i dipendenti*, cit., 292 ss.

²¹³ L'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization), corrispondente al Margine Operativo Lordo (MOL), è il valore che misura la redditività operativa di un'azienda al lordo di interessi, tasse, svalutazioni e ammortamenti. Esso indica la capacità di generare ricchezza tramite la gestione caratteristica, escludendo effetti finanziari e fiscali, ed è fondamentale per valutare la salute economica e confrontare imprese.

potrebbe operare come strumento di riequilibrio, assicurando che il socio estromesso riceva un valore pieno, effettivo e proporzionato della propria quota. A tal proposito, infatti, occorre rilevare come in tal caso di exit forzato, si ritenga imprescindibile ancorare la determinazione del valore delle partecipazioni del socio di minoranza ai criteri previsti dalla legge in materia di recesso.²¹⁴

Peraltro, nelle società non quotate, dove manca un riferimento oggettivo al valore di mercato (previsto invece per le società quotate²¹⁵), tale meccanismo diviene essenziale per evitare che la clausola si traduca in un trasferimento coattivo privo di un adeguato ristoro economico.

²¹⁴ L. Genghini, P. Simonetti, *Le società di capitali e le cooperative*, cit., 388-389.

²¹⁵ Art. 111, comma 2, TUF, che rinvia all'art. 108, commi 3, 4, e 5, TUF, per cui:

“3. Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo è pari a quello dell'offerta pubblica totalitaria precedente, sempre che, in caso di offerta volontaria, l'offerente abbia acquistato a seguito dell'offerta stessa, titoli che rappresentano non meno del novanta per cento del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta.

4. Al di fuori dei casi di cui al comma 3, il corrispettivo è determinato dalla Consob, tenendo conto anche del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente o del prezzo di mercato del semestre anteriore all'annuncio dell'offerta effettuato ai sensi dell'articolo 102, comma 1, o dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014, ovvero antecedente l'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo.

5. Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta, ma il possessore dei titoli può sempre esigere che gli sia corrisposto in misura integrale un corrispettivo in contanti, determinato in base a criteri generali definiti dalla Consob con regolamento.”

2. CAPITOLO 2 – CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIALI

2.1 Cenni sulle origini ed evoluzione del valore di liquidazione delle partecipazioni sociali

Come sopra illustrato nel capitolo che precede, salvo qualche eccezione, si tende a ritenere applicabile alle fattispecie di exit forzato la disciplina prevista in materia di recesso, con specifico riferimento ai criteri di determinazione del valore delle partecipazioni sociali.

Tra gli elementi più rilevanti nella scelta di un socio in relazione al possibile disinvestimento vi è la valutazione circa il valore di liquidazione della sua quota di partecipazione. In caso di esercizio del diritto di recesso, tale valutazione è allo stesso tempo compiuta dalla società partecipata, con riferimento all'impatto che l'esercizio del diritto di recesso da parte del socio ha sul patrimonio sociale.

Se, quindi, un aspetto cruciale e fondamentale in relazione al disinvestimento da una società è la determinazione del valore delle partecipazioni sociali e spesso – nei casi di exit forzato – è richiamata la normativa in materia di recesso, occorre approfondire i criteri stabiliti dalla legge per determinare il valore delle partecipazioni sociali del socio uscente.²¹⁶

²¹⁶ Per una prospettiva statunitense circa l'individuazione del valore equo della partecipazione del socio recedente (ossia che esercita l'*appraisal right*, istituto giuridico omologo al recesso di diritto italiano), si veda il seguente contributo A. Fisch, *A lesson from startups: contracting out of shareholder appraisal*, in *Iowa Law Review*, 2021, 941 ss., disponibile presso https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3667058.

Ante riforma del 2003 il socio recedente²¹⁷ poteva contare sul valore di liquidazione delle azioni²¹⁸ parametrato al “*patrimonio sociale risultante dal bilancio dell’ultimo esercizio*”.²¹⁹ Tale principio non consentiva al recedente di dedurre dal bilancio il valore effettivo, reale, della società, che non tenesse conto esclusivamente del patrimonio sociale.

La legge delega per la riforma del diritto societario ha espressamente sancito la finalità di determinare “*criteri di calcolo del valore di rimborso adeguati alla tutela*

²¹⁷ Tra i tanti contributi, si vedano: B. Acquas, C. Lecis, *Il recesso del socio nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2010; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale 2, Diritto delle Società*, a cura di M. Campobasso, Torino, 2024; L. Delli Priscoli, *Il recesso dalle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2024; S. Gilotta, *Recesso e governo delle società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2024; I. Mecatti, *Il diritto di recesso da società a responsabilità limitata*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2023; P. Reviglione, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2008; M. Stella Richter, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 389 ss.; F. Chiappetta, *Nuova disciplina del recesso da società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 487 ss.; A. Daccò, “*Diritti particolari*” e recesso dalla s.r.l., Milano, Giuffrè, 2013; C. Cincotti, *Art. 2436-2437 sexies. Deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni. Diritto di recesso. Termini e modalità di esercizio. Criteri di determinazione del valore delle azioni. Procedimento di liquidazione. Disposizioni speciali per le società con azioni quotate in mercati regolamentati. Azioni riscattabili.*, in *Commentario del Codice Civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Bologna, Zanichelli, 2026. Per una prospettiva ante riforma, invece, si veda: D. Galletti, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2000. Procedendo a ritroso nell’evoluzione normativa, il Codice di Commercio del 1882 prevedeva il diritto di recesso nelle società di capitali. Nello specifico, la Relazione Mancini al suddetto codice tratteggia la necessità di un bilanciamento tra la disposizione propria del diritto civile per cui è necessaria l’unanimità dei consensi per la modifica dei contratti, da un lato, con il numero di soci, la durata della vita della società, oppure ancora l’inerzia o la “*mala voglia*” di un solo socio, che di fatto paralizzerebbero l’operatività della società, dall’altro lato.

²¹⁸ A proposito del diritto di recesso, a valle della riforma del 2003, e specificamente dei criteri di liquidazione delle azioni, cfr.: C. Angelici, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006, 85 ss.; V. Di Cataldo, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, III, Torino, Utet, 2007, 219 ss.; V. Di Cataldo, *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, a cura di F. Barachini, Milano, 2018; M. Maugeri, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, Giuffrè, 2010; P. Piscitello, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a.*, Torino, Giappichelli, 2018; A. Toffoletto, *Diritto di recesso e autonomia statutaria nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2004; C. Frigeni, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit.; M. Ventoruzzo, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012.

²¹⁹ Testo dell’Art. 2437 c.c., ante riforma del 2003.

*del recedente, salvaguardando in ogni caso l'integrità del capitale sociale e gli interessi dei creditori sociali".*²²⁰

A tal proposito, la relazione governativa alla riforma affermava che le modalità di determinazione del valore di liquidazione – nell'allora attuale disciplina – risultavano estremamente penalizzanti, dovendosi conciliare, da un lato, la necessità relativa alla liquidazione del socio recedente e, dall'altro lato, le prospettive di continuità della società.²²¹ Con la riforma del 2003, il riferimento all'ultimo bilancio approvato è stato eliminato.

2.2 Criteri legali di valutazione delle azioni e procedimento di determinazione del valore

Post riforma del 2003, il criterio legale di determinazione del valore di liquidazione delle azioni tiene conto della *"consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato"*.²²²

Tale criterio legale di valutazione delle partecipazioni sociali svolge una funzione essenziale nel garantire un equilibrio tra autonomia statutaria e tutela

²²⁰ Art. 4, lett. d, Legge n. 366/2001.

²²¹ Paragrafo 9 della Relazione alla riforma del diritto societario 2003 (Schema di decreto legislativo recante: *"Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366"*): *"All'art. 2437-ter le modalità di determinazione del valore della quota del recedente, fortemente penalizzanti nell'attuale disciplina, costituiscono grave problema, trattandosi di conciliare un atto, ed un intento, liquidatorio, quale quello del socio, con i caratteri di una società, di un'impresa, in esercizio, e le due prospettive: liquidazione e continuità sono in contrasto."*

Per l'ipotesi che nulla lo statuto preveda si è fatto riferimento alla "consistenza patrimoniale", volendo così indicare la non vincolatività dei dati contabili, ed alle "prospettive reddituali", come elemento correttivo della situazione patrimoniale; il riferimento ad un valore di mercato è eventuale.

Si è però previsto che lo statuto, allora a seconda il diverso assetto delle varie società, possa dare indicazioni analitiche di quali poste rettificare, e sui criteri di rettifica. In questo caso potrà tenersi conto, se statutariamente indicato, anche, ad esempio, dell'avviamento."

²²² Art. 2437 ter, comma 2, c.c.

del socio, soprattutto nelle ipotesi in cui la legge disciplina il momento del disinvestimento forzoso. In particolare, l'art. 2437-ter c.c. per le società per azioni e l'art. 2473 c.c. per le società a responsabilità limitata stabiliscono che il valore della partecipazione del socio recedente deve essere determinato avuto riguardo al patrimonio effettivo della società, considerato nella sua consistenza reale e non meramente nominale.

Le disposizioni normative compiono, pertanto, in primo luogo un riferimento ad un criterio oggettivo, ancorato alla consistenza patrimoniale della società, che richiama il criterio valutativo che nella scienza aziendalistica è denominato il metodo di valutazione patrimoniale. In estrema sintesi, detto metodo opera mediante l'attribuzione di un valore ad ciascuna componente – tanto attiva quanto passiva – dello stato patrimoniale, con successiva rettifica dei valori in funzione delle diverse poste.²²³

In secondo luogo, altro elemento da considerare ai fini della determinazione del valore delle partecipazioni sociali sono le prospettive reddituali della società. Tale riferimento evoca il metodo reddituale, in virtù del quale il patrimonio non è considerato come una somma di elementi distinti e separati tra loro, bensì in funzione degli elementi costitutivi, delle relazioni intercorrenti tra gli stessi che rendono complementari gli elementi nell'esercizio dell'impresa. Pertanto tale metodo è idoneo a stabilire la determinazione del valore non in chiave "statica", ma in chiave "dinamica", in funzione dei risultati economici positivi che la società potrà raggiungere nel futuro.

In terzo luogo, ultimo elemento di riferimento è il valore di mercato della partecipazione. Tale parametro, per espressa previsione di legge, è meramente eventuale e non obbligatorio. Ciò in quanto è possibile che non vi siano scambi

²²³ A titolo meramente esemplificativo, se un immobile è iscritto in bilancio al costo storico, la rettifica prevede una nuova valutazione dello stesso attraverso una perizia di stima.

recenti da prendere in considerazione, ovvero che vi siano ma che siano isolati o che non siano significativi.²²⁴

Pertanto, si esclude il valore nominale o contabile delle partecipazioni sociali. L'obiettivo è, dunque, quello di evitare che il socio uscente subisca una decurtazione ingiustificata del proprio investimento.²²⁵

Al livello procedimentale, ai sensi dell'articolo 2437-ter, comma 2, c.c., la determinazione del valore delle azioni del socio che recede è affidata agli amministratori. Trattandosi peraltro di una competenza non ricompresa tra le materie espressamente non delegabili di cui all'art. 2381 c.c., si ritiene delegabile ad un organo delegato.

Per espressa previsione di legge, gli amministratori determinano il valore "sentito" sia l'organo di controllo che il soggetto incaricato della revisione contabile. Stante il tenore letterale della norma, si ritiene che l'organo amministrativo non sia vincolato ad uniformarsi al parere ricevuto. Ad ogni modo, si ritiene che agli amministratori non sia attribuita una discrezionalità assoluta, bensì di una discrezionalità tecnica, che si articolerebbe nella scelta di utilizzare o combinare le diverse metodologie di valutazione descritte nel paragrafo che precede.²²⁶

Tale determinazione del valore deve essere messa a disposizione dei soci nei quindici giorni che precedono la data fissata per l'assemblea in cui si adottano le delibere che fanno sorgere il diritto di recesso.

A tal proposito, la suddetta disposizione concorre a rafforzare il diritto d'informazione del socio al fine di poter adottare una decisione consapevole

²²⁴ M. Ventoruzzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 363 ss.

²²⁵ M. Rossi, *La determinazione del valore delle azioni del recedente nella prassi e nella giurisprudenza*, in *Rivista del notariato*, 2025, 1028 ss.

²²⁶ P. Piscitello, *Sub art. 2437 ter*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G. B. Portale, tomo II, Milano, Giuffrè, 2016, 2529.

circa i termini e le condizioni relativi al possibile esercizio del diritto di recesso. Tuttavia, la normativa resta silente circa le conseguenze in caso di mancanza del deposito della determinazione del valore di liquidazione delle azioni in merito all'esercizio del diritto di recesso.

Al riguardo, per alcuni tale circostanza assurgerebbe quale motivo di impugnazione della delibera, stante il difetto di informazione.²²⁷ Al contrario, è stato osservato come tale soluzione interpretativa non tuteli appieno il socio, che avrebbe non tanto l'interesse a caducare l'efficacia di una delibera assembleare, bensì ad esercitare (o meno) consapevolmente il proprio diritto di recesso (anziché esercitare il diritto di voto in assemblea), monetizzando, così, la sua partecipazione sociale.²²⁸ Resterebbe, comunque, impregiudicato un eventuale esercizio della azione di responsabilità nei confronti dell'organo amministrativo.

Tale diritto dei soci di conoscere il valore di liquidazione – in quanto posto nell'interesse degli stessi – si ritiene essere disponibile da parte dei medesimi soci. Secondo la dottrina notarile che si è espressa sul punto, la prescrizione normativa è soddisfatta in diverse ipotesi.

In primo luogo, se la delibera che legittima il recesso è adottata all'unanimità. In secondo luogo, se i soci interessati abbiano rinunciato – in maniera espressa o tacita – al diritto di conoscere preventivamente il valore delle azioni. Inoltre, nel caso in cui la delibera sia stata assunta sotto condizione risolutiva espressa dell'esercizio del diritto di recesso.

In tale ultima fattispecie, sia che la condizione si verifichi, sia che non si verifichi, il valore di liquidazione della partecipazione non è mai identificato. Se nessun socio esercita il diritto di recesso, non è necessario determinare alcun valore in

²²⁷ M. Ventrizzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 433.

²²⁸ A. Postiglione, *Sub art. 2437 ter*, in *Codice delle società*, a cura di N. Abriani, Torino, Utet, 2016, 1636.

quanto non ne ricorrerebbero i presupposti. Se, al contrario, il diritto di recesso è esercitato, la delibera risolutivamente condizionata diventa inefficace per avveramento della condizione, con la conseguenza che non si rende necessario procedere ad alcuna quantificazione (in quanto viene meno il presupposto per l'esercizio del diritto di recesso).²²⁹

2.3 Criteri legali di valutazione delle quote di società a responsabilità limitata e procedimento di determinazione del valore

Con riguardo alla società a responsabilità limitata, il Legislatore ha indicato all'art. 2473 c.c. i parametri da prendere in considerazione ai fini della determinazione del valore di liquidazione.

Nello specifico, il socio recedente ha diritto al rimborso del valore della quota di cui è titolare, da determinarsi in funzione del valore del patrimonio sociale.

Con riferimento al patrimonio sociale, esso è da determinarsi tenendo conto del valore di mercato al momento dell'esercizio del diritto di recesso. Per valore di mercato si intende, quindi, anche alla luce di quanto è sancito dalla dottrina aziendalistica, il valore che il patrimonio potrebbe avere qualora fosse oggetto di scambio.²³⁰

Di conseguenza, il riferimento al valore di mercato non è alla singola partecipazione sociale, ma all'intero patrimonio sociale che deve ritenersi

²²⁹ Massima n. 51 Consiglio notarile Milano, *Predeterminazione del valore delle azioni in caso di deliberazioni che attribuiscono diritto di recesso (art. 2437-ter c.c.)*, 19 novembre 2004 disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/51/>.

²³⁰ F. Annunziata, *Recesso del socio*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L. A. Bianchi, Milano, 2008, 520.

fungerà da denominatore e rispetto al quale si rapporta – al numeratore – la quota del socio.

Il “mercato” rappresenta il luogo in cui si incontrano domanda e offerta, in modo tale da pervenire alla determinazione di un prezzo comunemente ritenuto giusto, equo. Il riferimento al valore di mercato, dunque, impone che la liquidazione della partecipazione debba essere avvenire in funzione del potenziale corrispettivo che la società ricaverebbe, in condizioni di normalità, dalla alienazione dell'intero patrimonio. Al suo interno, quindi, sarà ricompreso l'avviamento, presumendo che il patrimonio sociale sia composto da un'azienda, con la conseguenza che il valore attribuito al patrimonio sociale sia generalmente superiore alla somma del valore di mercato dei beni isolatamente considerati.²³¹

Per quanto riguarda, invece, i profili procedurali, la disciplina relativa alle società a responsabilità limitata è nettamente distinta rispetto a quanto previsto per le società per azioni.

Difatti, per le società a responsabilità limitata non è previsto alcun deposito presso la sede della società della determinazione del valore delle quote in vista di un possibile e futuro esercizio del diritto di recesso, né alcun obbligo a carico degli amministratori di condividere con i soci informazioni relative alla determinazione del valore delle quote nella fase prodromica all'assemblea dei soci.

Di conseguenza, a causa dell'oggettiva incertezza di risultato che caratterizza il procedimento relativo alla individuazione del valore di liquidazione della quota, incertezza che si traduce in una difficile valutazione dell'opportunità di esercitare il diritto di abbandonare la compagine sociale, il socio recedente può

²³¹ Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 212-2008/I - La disciplina statutaria dell'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Studi e materiali CNN*, 4/2009, cit.

apporte al negozio di recesso, una condizione risolutiva avente ad oggetto l'ottenimento di una valutazione minima della quota.²³²

2.4 Criteri statutari in materia di determinazione del valore delle partecipazioni sociali

Lo statuto può, tuttavia, prevedere distinti criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso del socio.²³³

In tal caso, è necessario che la previsione statutaria indichi *“gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione”*.²³⁴

In generale, vi è possibilità di scelta tra i diversi metodi di valutazione, ad esempio: (a) patrimoniale (che valorizza la consistenza patrimoniale), (b) reddituale (che mette l'accento sulle prospettive reddituali), (c) c.d. *“misti”* (ossia una combinazione dei precedenti).²³⁵

²³² Massima I.H.16 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Esercizio del recesso subordinato ad una liquidazione minima*, 1° pubbl. 9/05.

²³³ M. Ventoruzzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 309 ss.; M. Caratozzolo, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a. (I parte)*, in *Società*, 2005, 1209 ss.; M. Caratozzolo, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a. (II parte)*, in *Società*, 2005, 1340 ss.; P. Piscitello, *Sub art. 2437 ter, cit.*, 2527 ss. Con specifico riferimento alle considerazioni a proposito delle società a responsabilità limitata, si veda: M. Speranzin, *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da S.r.l. e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 878 ss.

²³⁴ Art. 2437 ter, comma 4, c.c.

²³⁵ M. Ventoruzzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 309 ss.

Al riguardo, non è prevista una gerarchia tra i suddetti criteri.²³⁶ Ciò, in ossequio alle diverse metodologie di valutazione elaborate dalle dottrine aziendalistiche con riferimento alle partecipazioni sociali.

Tra le varie questioni aperte, si discute a proposito della derogabilità (o meno) dei criteri di determinazione del valore di liquidazione della partecipazione sociale del socio uscente.²³⁷

A titolo meramente esemplificativo, è stata affermata la legittimità della clausola statutaria di società per azioni che, in sede di liquidazione delle azioni del socio recedente, attribuisce “premi di maggioranza” o “sconti di minoranza”. I primi sarebbero ravvisabili nel caso in cui la partecipazione azionaria del socio uscente determini una posizione di controllo in seno alla società. Al contrario, i secondi si configurerebbero nell’opposta ipotesi in cui la partecipazione al capitale sia irrilevante ai fini del controllo societario.²³⁸

Inoltre, sono state ritenute lecite le clausole statutarie che determinino il valore dell’avviamento attraverso calcoli matematici parametrati alla redditività degli esercizi precedenti.²³⁹

Proseguendo la trattazione delle clausole statutarie ritenute lecite, si annovera altresì quella c.d. del “*going concern*”. Nello specifico tale è la precisione statutaria che imponga di tenere conto, al fine di determinare il valore della partecipazione sociale, della consistenza patrimoniale della società secondo il c.d. *going concern*, ossia in ottica di utilizzare i cespiti componenti il patrimonio

²³⁶ V. Di Cataldo, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 235.

²³⁷ D. Maltese, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, in *Giur. Comm.*, 2022, 1064 ss.

²³⁸ Massima H.H.8 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Previsione di un premio di maggioranza o di uno sconto di minoranza nella clausola statutaria di valorizzazione delle azioni per il caso di recesso*, 1° pubbl. 9/15 – motivato 9/15.

²³⁹ Massima I.H.13 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Limiti alle clausole statutarie volte a determinare il valore della partecipazione in caso di recesso per cause legali*, 1° pubbl. 9/05 – modif. 9/20 – motivato 9/21.

sociale nella prospettiva della continuità aziendale. A tal proposito, infatti, tale criterio valutativo si mostra in linea con la circostanza che i beni organizzati in azienda non sono valutati *uti singuli* in una condizione statica, essendo il valore complessivo influenzato in un'ottica di continuazione del business.²⁴⁰

In aggiunta a quanto precede, è possibile prevedere in capo al socio di società a responsabilità limitata uscente un diritto particolare – ai sensi dell'articolo 2468, comma 3, c.c. – all'ottenimento di un rimborso più che proporzionale rispetto alla quota di partecipazione al capitale dallo stesso posseduta.²⁴¹

2.5 Derogabilità in *melius* o in *peius* dei criteri legali: i limiti dell'autonomia statutaria

Il Legislatore ha previsto la possibilità per gli statuti sociali di derogare ai criteri legali di liquidazione della quota. Al riguardo, sono state superate – dandovi così risposta positiva – le problematiche sorte prima della riforma del 2003 in relazione alla impossibilità di derogare in *melius* (prevedendo un valore di rimborso della partecipazione più favorevole per il socio recedente) ai criteri di valutazione, in quanto in contrasto con il principio che mira a tutelare la conservazione del patrimonio sociale.²⁴²

A questo proposito, però, non vi è unanimità a proposito della misura della autonomia statutaria in relazione alle deroghe consentite ai criteri di liquidazione della quota.

²⁴⁰ Cass., Sez. I, 12 marzo 2014, n. 16168, massimata in *Le Società* 10/2014, 1141.

²⁴¹ Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 212-2008/I - La disciplina statutaria dell'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Studi e materiali CNN*, 4/2009, cit.

²⁴² Tra i plurimi contributi sul punto, per una prospettiva ante riforma, si veda D. Galletti, *Il recesso nelle società di capitali*, cit., 375 ss.

Bisogna, infatti, distinguere le cause di recesso legali (ossia previste dalla legge) dalle cause di recesso convenzionali (ossia previste dello statuto sociale).

Con riferimento alle clausole di recesso legali, sono state ritenute illegittime le clausole statutarie che prevedono un valore di liquidazione della partecipazione diverso dal valore di mercato della partecipazione al momento della dichiarazione di recesso. Nello stesso senso, con riferimento al riscatto, sono da ritenere illegittime le clausole statutarie che prevedano criteri di liquidazione dell'azione che determinino un valore significativamente inferiore a quello che deriverebbe dall'applicazione della normativa in materia di recesso.²⁴³

La previsione di criteri statutari che hanno la finalità di individuare oggettivamente il valore di mercato delle partecipazioni è ritenuta ammissibile. D'altro canto, sono illegittime quelle clausole che prevedono il rimborso della partecipazione sociale in virtù di criteri distinti e slegati rispetto al valore di mercato.²⁴⁴

In generale, salvo qualche opinione contraria,²⁴⁵ si ritiene che non siano ammissibili deroghe ai criteri legali di determinazione del valore delle partecipazioni sociali in *peius*, ossia in senso sfavorevole al socio recedente, distinguendo le cause di recesso legali dalle cause di recesso convenzionali.

²⁴³ Massima n. 99 Consiglio notarile Milano, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto (art. 2437-sexies c.c.)*, cit.

²⁴⁴ Massima I.H.13 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Limiti alle clausole statutarie volte a determinare il valore della partecipazione in caso di recesso per cause legali*, cit..

²⁴⁵ Come per S. Carmignani, *Art. 2437 ter*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, Torino, Giappichelli, II, 2003, 890.

Sono, quindi, ritenute illecite le clausole che in caso di cause di recesso legali determinano il rimborso della partecipazione in misura pari al valore nominale²⁴⁶ della stessa o che tengano in considerazione i soli valori contabili.²⁴⁷

Inoltre, sono ritenute inammissibili le clausole statutarie che rimettono la determinazione del valore delle partecipazioni in caso di recesso ad una valutazione periodica da parte dei soci (anche nel caso di decisione adottata all'unanimità).

Con riferimento alle cause di recesso convenzionali,²⁴⁸ si ritiene che la determinazione del valore di liquidazione delle quote o azioni, in tali ipotesi, possa essere regolamentata in virtù di criteri liberamente stabiliti dallo statuto sociale, anche in deroga rispetto ai criteri di liquidazione fissati dal codice civile, sopra illustrati, con riferimento alle cause legali di recesso.²⁴⁹ Di conseguenza, è stato ritenuto che dovrebbe essere lecito che i criteri di valutazione delle

²⁴⁶ M. Cian, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *Riv. soc.*, 2010, 301 ss.

²⁴⁷ Massima I.H.13 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Limiti alle clausole statutarie volte a determinare il valore della partecipazione in caso di recesso per cause legali*, cit..

²⁴⁸ Ciò può avvenire, a titolo esemplificativo, al verificarsi di eventi tassativamente individuati (ad esempio, l'adozione di talune deliberazioni, oppure atti o fatti distinti di ogni natura), al verificarsi di una giusta causa non tassativamente individuata e definita nello statuto, oppure ancora in caso di recesso c.d. "ad nutum" (ossia al mero volere del socio recedente), ferma in tale ultima ipotesi la necessità del preavviso di almeno 180 giorni, previsto dagli artt. 2437, comma 3, c.c. (in materia di società per azioni), e 2473, comma 2, c.c. (in materia di società a responsabilità limitata). Tali cause di recesso convenzionali possono essere sia attribuite al livello statutario alla totalità dei soci, sia ad alcuni di essi (sotto forma di diritti particolari dei soci nella s.r.l.) oppure ad una o più categorie di azioni (nella s.p.a.).

²⁴⁹ A tal proposito, si vedano: V. Calandra Bonauro, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, 291 ss.; P. Reviglione, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, cit., 393 ss.; M. Ventoruzzo, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, cit., 244; Massima n. 74 Consiglio notarile Milano, *Cause convenzionali di recesso (artt. 2437 e 2473 c.c.)*, 22 novembre 2005, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/74/>.

partecipazioni nelle ipotesi di recesso statutarie si discostino dal valore di mercato delle stesse partecipazioni.²⁵⁰

A tal proposito, difatti, si ritiene che il nostro sistema giuridico si premuri di garantire la possibilità di abbandonare la compagine sociale ad un prezzo equo in taluni casi tassativamente previsti dal Legislatore. Ragionando a contrario, ogniqualevolta lo statuto permette l'uscita dalla società in altri casi determinati dall'autonomia statutaria (che, quindi, in assenza di clausola statutaria introdotta *ad hoc* non legittimerebbero il disinvestimento), non dovrebbero sorgere dubbi circa la legittimità di criteri che si discostino anche in peius rispetto ai criteri previsti dalla legge in relazione al valore di liquidazione delle partecipazioni nei casi di recesso legale.

Ciò in quanto, così come lo statuto sociale potrebbe non consentire l'uscita volontaria al ricorrere degli eventi in questione, non vi sarebbero ragioni di negare che le condizioni di determinazione della valutazione della liquidazione della partecipazione del socio recedente possano essere distinte da quelle previste per le cause legali di recesso. Al riguardo deve riconoscersi che "*regna sovrana l'autonomia statutaria*", giacché se il valore della liquidazione non è in linea con l'equa valorizzazione, ne deriverebbe *sic et simpliciter* un improbabile esercizio dello stesso diritto di recesso.²⁵¹

Nell'ipotesi in esame, il minor valore di recesso che il socio potrebbe ottenere sarebbe assimilabile al corrispettivo previsto per il diritto di recesso regolato dal diritto comune ai sensi dell'art. 1373, comma 3, c.c.²⁵²

²⁵⁰ Consiglio Nazionale del Notariato - Quesito n. 185-2009/I, *Costituzione di impresa sociale controllata da associazione e clausole statutarie*, di D. Boggiali, A. Ruotolo, in *Studi e materiali*, 2009, 1655 e in *CNN Notizie* del 10 settembre 2009.

²⁵¹ Massima n. 74 Consiglio notarile Milano, *Cause convenzionali di recesso* (artt. 2437 e 2473 c.c.), 22 novembre 2005, *cit.*.

²⁵² Massima I.H.21 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Limiti alle clausole di determinazione del valore di liquidazione in caso di recesso per cause convenzionali*, - 1° pubbl. 9/20 – motivato 9/21.

Il punto, tuttavia, non è pacifico in quanto vi è un'altra linea di pensiero (che, sebbene autorevole, sembra essere minoritaria), secondo cui la clausola statutaria di società per azioni che prevede la determinazione del valore in base al valore nominale deve essere considerata nulla.²⁵³

Spostando il punto di osservazione dai profili meramente monetari a quelli procedurali, si ritiene che l'autonomia statutaria possa altresì regolare il procedimento di liquidazione delle azioni di cui all'art. 2437-quater c.c., sulla base di criteri liberamente scelti dai soci. In tal caso troverebbero applicazione i quorum previsti dalla legge oppure, se diversi, quelli stabiliti dallo statuto.

A tal proposito, infatti, nelle cause convenzionali di recesso (nonché nelle due ipotesi legali derogabili, ossia in cui il diritto di recesso è attribuito ai soci salva diversa disposizione dello statuto) si potrebbero modificare altresì i termini per l'esercizio del diritto di recesso (di cui all'art. 2437-bis, comma 1, c.c.), nonché i termini stabiliti dalla legge tanto per l'offerta di opzione ai soci delle azioni del recedente quanto per l'esercizio del diritto di opzione, e altresì il termine per il rimborso delle azioni del recedente (di cui all'art. 2437-quater, commi 2 e 5, c.c.) possono essere rimessi all'autonomia privata e liberamente determinati tramite apposite clausole statutarie (sia in senso peggiorativo sia migliorativo).²⁵⁴

Infine, quanto ai limiti, la legge sanziona espressamente con la nullità “ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso”.²⁵⁵

²⁵³ A tal proposito, si veda la pronuncia del Tribunale di Roma 15 gennaio 2020, come illustrato nel paragrafo che segue. Specificamente sul tema in esame, cfr. D. Maltese, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, cit., 1064 ss.

²⁵⁴ Massima H.H.15 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Derogabilità del procedimento legale in caso di recesso per cause convenzionali*, 1° pubbl. 9/20 - motivato 9/21 -modif. 10/23.

²⁵⁵ Art. 2437, ultimo comma, c.c. In tale categoria dovrebbero rientrare i patti parasociali di rinuncia preventiva all'esercizio del diritto di recesso, come constatato in chiave critica – prendendo spunto da un casostatunitense in materia – da C.A. Nigro, D. Maltese, *Private equity, fusioni e rinuncia all'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2022, 636 ss. Con riferimento al rapporto tra l'appraisal right e l'equa valorizzazione

Pertanto, alla luce di quanto precede pare potersi affermare che, sebbene sia consentito all'autonomia privata regolare un ampio ventaglio di fattispecie, essa non potrebbe però prevedere clausole statutarie che abbiano un impatto sui presidi che mirano a tutelare gli interessi di terzi, quale l'integrità del capitale sociale.²⁵⁶

2.5.1. Criteri statutari sul valore di liquidazione della partecipazione applicabili alle società di "diritto singolare": la questione CDP S.p.A.

Alla luce di quanto illustrato nei paragrafi che precedono, ci si accinge a compiere un breve excursus in relazione ad una vicenda peculiare che ha interessato Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. a proposito dei criteri di liquidazione del socio uscente.²⁵⁷ Nello specifico, era sorta una controversia in relazione al recesso esercitato dalla Fondazione Cassa di Risparmio di Verona, Vicenza e Belluno con riferimento alla propria partecipazione in Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., episodio che rappresenta un caso paradigmatico per comprendere i limiti entro i quali l'autonomia statutaria può incidere sui criteri di liquidazione della quota del socio recedente nelle società per azioni.

negli Stati Uniti, si veda S. J. Cleveland, *Appraisal Rights And "Fair Value"*, in *Cardozo L. Rev. Volume 43 Issue 3*, 2022, 921 ss., disponibile presso <https://cardozolawreview.com/appraisal-rights-and-fair-value/>.

²⁵⁶ Massima H.H.15 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Derogabilità del procedimento legale in caso di recesso per cause convenzionali*, 1° pubbl. 9/20 - motivato 9/21 -modif. 10/23.

²⁵⁷ Tribunale di Roma, Sez. XVI, 15 gennaio 2020, n. 903, come annotata da: M.L. Passador, *Sull'ammissibilità della liquidazione della partecipazione del socio recedente al nominale: il caso CDP*, in *Giur. it.*, 2020, 2168 ss.; M. Perrino, *Società di diritto "singolare" e clausole derogatorie sul rimborso di azioni per cause statutarie di recesso ulteriori a quelle legali*, in *Le Società*, 2020, 1105 ss.; M. B. Giurato, *Liquidazione del socio nel recesso convenzionale da s.p.a.: tra legge e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 690 ss.

Nel 2003, Cassa Depositi e Prestiti (CDP) fu trasformata in società per azioni (con il Ministero dell'Economia quale socio di maggioranza e decine di fondazioni bancarie quali soci di minoranza), e lo statuto sociale della neonata S.p.A. prevedeva un sistema peculiare di disciplina delle azioni privilegiate possedute dalle fondazioni bancarie.²⁵⁸ In particolare, in caso di recesso il valore di liquidazione era determinato in misura pari alla frazione del capitale sociale corrispondente alle azioni oggetto di recesso, dunque ancorato al loro valore nominale²⁵⁹ e non al valore effettivo della partecipazione.

Oggetto della controversia tra la suddetta fondazione bancaria e CDP era, quindi, la validità (o meno) della suddetta clausola statutaria, per contrasto con l'art. 2437-ter c.c., norma che impone la determinazione del valore di liquidazione tenendo conto della consistenza patrimoniale della società, delle sue prospettive reddituali e dell'eventuale valore di mercato delle azioni.

A tal proposito, il Tribunale di Roma ha preliminarmente ricostruito il quadro normativo affermando, in primo luogo, che la natura di CDP quale società "a partecipazione pubblica" o, secondo una certa ricostruzione, "di diritto singolare", non comportasse affatto l'esistenza di un regime speciale capace di derogare ai principi inderogabili del codice civile.²⁶⁰

²⁵⁸ K. Pecì, *La conversione delle azioni Cassa depositi e prestiti s.p.a.: il parere del Consiglio di Stato*, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, 623 ss.

²⁵⁹ Sul punto, si vedano – oltre che quanto indicato nelle precedenti note, altresì – i seguenti contributi: G. Di Cecco, *Recesso convenzionale e convertibilità automatica delle azioni con determinazione convenzionale del valore dei titoli. Note a margine del parere del Consiglio di Stato sulle regole statutarie della Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. e del successivo intervento del legislatore*, in *Iamus*, 2012, 279 ss.; M. Cian, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, *cit.*, 301 ss.

²⁶⁰ Nella ricostruzione dei magistrati romani, lo statuto sociale, anche quando approvato con atto amministrativo, costituisce pur sempre esercizio di autonomia privata dei soci e non può valere come fonte normativa idonea a incidere su una disciplina imperativa. Né la normativa primaria istitutiva della trasformazione in società per azioni, né altre disposizioni antecedenti al recesso prevedevano deroghe alla disciplina codicistica del recesso e della liquidazione della quota. Inoltre, la successiva introduzione, tramite legge del 2012, di una norma che attribuiva rilevanza alle disposizioni statutarie vigenti di CDP ai fini della determinazione del valore di liquidazione è stata qualificata dal Tribunale di Roma come non retroattiva e priva di efficacia

Nel merito, il Tribunale ha ritenuto che la clausola statutaria che imponeva il rimborso delle azioni privilegiate al mero valore nominale si ponesse in contrasto con l'art. 2437-ter c.c., nella parte in cui tale norma prescrive criteri che rinviano a una valutazione effettiva della partecipazione.

Come richiamato nella motivazione, secondo una interpretazione sul punto "pressoché unanime in giurisprudenza e dottrina" (così, secondo il Tribunale), i criteri "diversi" che lo statuto può introdurre non possono tradursi in parametri alternativi, che svincolano completamente la liquidazione dal valore economico reale delle azioni, ma devono essere funzionali alla determinazione di tale valore in presenza di presupposti applicativi della relativa clausola statutaria. Di conseguenza, la clausola in esame che ancorava la liquidazione del socio al valore nominale – parametro del tutto disancorato rispetto alla consistenza patrimoniale reale della società – è stato pertanto da ritenersi radicalmente nulla.

Peraltro, a quanto consta, come illustrato nei paragrafi che precedono, l'orientamento in parola può dirsi consolidato per quanto riguarda le fattispecie legali di recesso, ma non anche per le fattispecie convenzionali.²⁶¹

Tuttavia, il Tribunale ha ribadito che tale conclusione non muta neppure quando il recesso abbia natura convenzionale, cioè sia esercitato in virtù di clausole statutarie aggiuntive rispetto alle ipotesi legali. Secondo l'impostazione che qui si illustra, l'ampliamento statutario delle cause di recesso non consentirebbe di incidere sulle conseguenze economiche, che devono restare soggette al regime legale proprio della natura inderogabile della

interpretativa autentica. Non poteva, dunque, legittimare ex post una disciplina statutaria che al momento del recesso non trovava fondamento in alcuna norma primaria.

²⁶¹ M. Stella Richter, *Recesso dalla Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. e quantificazione del valore della partecipazione*, in *Riv. soc.*, 2020, 899 ss.

tutela del socio uscente in termini di equa valorizzazione della sua partecipazione.²⁶²

Con la decisione di accoglimento della domanda della Fondazione, quindi, CDP è stata condannata al pagamento della somma corrispondente al valore effettivo della partecipazione, così come determinato secondo i criteri legali.

Dunque, la vicenda offre spunti significativi sul rapporto tra autonomia statutaria e limiti inderogabili del diritto societario sotto due profili. Da un lato, essa conferma che, anche nelle società a partecipazione pubblica o “di diritto singolare”, la disciplina codicistica del recesso non può essere alterata se non per espressa previsione legislativa. Dall’altro, essa consolida l’idea che l’esigenza di garantire al socio uscente un valore di liquidazione coerente con la reale consistenza del patrimonio sociale costituisca un presidio essenziale dell’equilibrio tra maggioranza e minoranza, incompatibile con meccanismi che, come la liquidazione al valore nominale, comportino di fatto l’esclusione del socio da ogni rivalutazione del capitale investito e dalla crescita economica della società.

2.6 Libertà di determinazione del prezzo in materia contrattuale

²⁶² Sulla base di tali premesse, il Tribunale ha disposto una consulenza tecnica per determinare il valore reale della partecipazione della Fondazione al momento del recesso, rilevando che il valore complessivo di CDP doveva essere collocato in un intervallo tra 19 e 21 miliardi di euro, ben lontano – in termini proporzionali – da quanto liquidato applicando il criterio nominalistico previsto dallo statuto. A questo proposito occorre rilevare come la decisione del Tribunale, peraltro, non teneva conto del fatto che al momento dell’ingresso delle fondazioni bancarie nella compagine sociale di CDP S.p.A., queste avevano pagato un prezzo parametrato al valore nominale delle azioni (in un momento in cui il valore del capitale sociale non era coincidente con il patrimonio netto). Pertanto è stato osservato come la violazione dell’art. 2437-ter c.c. poteva escludersi alla luce del fatto che le fondazioni bancarie non avessero contribuito all’incremento patrimonio tale da giustificare una liquidazione delle partecipazioni sociali in base al patrimonio netto anziché al valore nominale delle loro azioni. N. De Luca, *Dal socio leone all’agnello sacrificale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo definito*, cit., 70 ss.

Spostando il punto di osservazione dal piano statutario a quello negoziale, l'autonomia contrattuale si configura come la libertà delle parti di stipulare un contratto e, segnatamente, di determinare la costituzione, regolazione oppure l'estinzione di rapporti giuridici (ex art. 1321 c.c.).²⁶³

Sebbene il presente elaborato non sia la sede per affrontare compiutamente l'argomento, occorre al riguardo sottolineare due declinazioni della libertà negoziale. In un primo senso l'autonomia contrattuale è intesa quale libertà di stipulare o meno un determinato contratto. In secondo luogo, salvo taluni limiti imposti all'autonomia contrattuale, le parti godono di ampia autonomia nella libera determinazione tanto del contraente quanto del contenuto del contratto.²⁶⁴

Di conseguenza, nello specifico, al livello contrattuale, le parti godono di autonomia negoziale per determinare liberamente il prezzo, secondo quanto stabilito dall'art. 1322, comma 1, c.c..

²⁶³ Tale autonomia affonda le radici nelle previsioni costituzionali in virtù delle quali l'iniziativa economica privata è libera (art. 41 Cost.). Nello specifico, l'autonomia contrattuale – seppur non coincidente con la libertà economica – è strumentale all'esplicazione della libertà economica stessa e, quindi, ne costituisce un presupposto logico e risulta inscindibilmente connessa alla stessa. *Ex multis*, C.M. Bianca, *Diritto Civile*, 3, *Il contratto*, cit., 21 ss.; M.C. Diener, *Il contratto in generale*, 2021, Milano, Giuffrè, 11 ss.; R. Sacco, *Il contenuto (l'autonomia)*, in *Tratt. Rescigno*, X, Torino, Utet, 2002, 347 ss.

²⁶⁴ I limiti all'autonomia contrattuale sono molteplici e attengono a piani distinti. A titolo esemplificativo e non esaustivo, tra i limiti legali vi sono i casi in cui una parte non è libera di contrarre, ma è obbligata ex lege, sia a tutela del contraente debole (e.g., nel caso del monopolista legale ex art. 2597 c.c.), sia a tutela dell'interesse di terzi (e.g. nel caso di contratto di assicurazione per la responsabilità civile di proprietari di veicoli a motore e natanti, ex artt. 122 ss. D. Lgs. 7 settembre 2005, n. 209 – Codice delle assicurazioni). Quanto all'imposizione della scelta di un determinato contraente, si vedano le molteplici fattispecie di prelazioni legali (art. 732 c.c. a proposito di comunione ereditaria, oppure art. 38 l. 392/1978 in capo al conduttore di un immobile adibito a uso diverso da abitazione, oppure in materia agraria ai sensi dell' art. 8 l. 590/1965, oppure ancora di beni culturali ai sensi degli artt. 59 ss. D. Lgs. 42/2004). Quanto alla identificazione dei limiti contenutistici, ai sensi dell'art. 1322 c.c. rilevano i "limiti imposti dalla legge", tra cui si segnalano il divieto di patti successori (art. 458 c.c.), di patto leonino (art. 2265 c.c.), nonché di patto commissorio (art. 2744 c.c.). Tra i limiti convenzionali, si segnalano – senza alcuna pretesa di esaustività – le diverse ipotesi del contratto preliminare, della prelazione convenzionale oppure di contratti normativi.

Difatti, il prezzo – qui inteso in senso lato quale corrispettivo di un contratto sinallagmatico, a prestazione corrispettive – non deve corrispondere necessariamente al valore intrinseco del bene, ma al valore che le parti contrattuali abbiano pattuito di attribuire a quanto in oggetto.

In tal senso, la determinazione del prezzo è una espressione della libertà delle parti del contratto.

Risulta, quindi, evidente che nella manifestazione della libertà personale, le parti possono distaccarsi dal valore del bene oggetto del trasferimento nella determinazione del prezzo.

Il differenziale, in materia di partecipazioni societarie, è amplificato dal fatto che, come sopra illustrato, distinti sono i criteri di valutazione (ad esempio, a seconda dell'adozione dei criteri patrimoniali, reddituali, misti, ecc.).

Il corollario della libertà delle parti in materia di determinazione del prezzo è rappresentato da un tendenziale disinteresse, del sistema giuridico, dell'equilibrio o dello squilibrio economico delle prestazioni, salvo i casi limite dei vizi genetici e funzionali del sinallagma contrattuale, rappresentati rispettivamente dalle fattispecie della rescissione e della risoluzione del contratto.

2.6.1.1. Ripartizione non proporzionale del valore di realizzo

Se, al livello contrattuale, le parti sono quindi libere di determinare il prezzo, la dottrina notarile ha reputato legittime le clausole statutarie che prevedono la ripartizione non proporzionale del corrispettivo tra i soci in caso di vendita

congiunta di partecipazioni da parte di più soci, specialmente in conseguenza dell'operare di una clausola di covendita o di riscatto.²⁶⁵²⁶⁶

Tali clausole statutarie sono rinvenibili nel contesto di iniziative imprenditoriali con più investitori di capitale di rischio, ove è cruciale il soddisfacimento dell'esigenza di regolare la fase di uscita dall'investimento.²⁶⁷

La funzione della ripartizione non proporzionale può essere diversa. A titolo esemplificativo, la clausola può mirare a predeterminare un ritorno minimo dell'investimento in capo al socio che abbia investito nella società; in secondo luogo, la clausola può avere l'obiettivo di riconoscere al socio cd. "industriale" (ossia il fondatore, oppure comunque il socio che non sia l'investitore finanziario) un premio per il suo contributo rispetto alla iniziativa imprenditoriale.²⁶⁸

Tra le soluzioni più diffuse vi sono le clausole di covendita, che consentono a un socio di minoranza di partecipare alla dismissione decisa da un socio di maggioranza, o viceversa di imporre la vendita congiunta. Tali clausole, per garantire maggiore tutela, sono sempre più spesso inserite nello statuto sociale, così da beneficiare della protezione reale che ne deriva.²⁶⁹

Un peculiare assetto negoziale riguarda la ripartizione non proporzionale del corrispettivo ottenuto dalla vendita congiunta delle partecipazioni. In questi casi, il prezzo complessivo pagato dall'acquirente è distribuito tra i soci

²⁶⁵ Massima n. 126 Consiglio notarile Milano, *Ripartizione non proporzionale del corrispettivo della vendita o del riscatto di partecipazioni sociali (artt. 2348 e 2468 c.c.)*, cit.

²⁶⁶ Le clausole di "liquidation preference" saranno esaminate – con riferimento al rapporto con il principio di equa valorizzazione delle partecipazioni sociali – nel successivo Capitolo 3.

²⁶⁷ Come illustrato nel paragrafo 1.5 del Capitolo 1 che precede.

²⁶⁸ Massima n. 126 Consiglio notarile Milano, *Ripartizione non proporzionale del corrispettivo della vendita o del riscatto di partecipazioni sociali (artt. 2348 e 2468 c.c.)*, cit.

²⁶⁹ Secondo quanto rilevato nella prassi e nell'esperienza professionale in merito da G. Condò, T. Mazzola, *Dal Tag-Along al Drag-Along: il notaio e le strategie redazionali per la Co-Vendita*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 4 aprile 2025.

secondo criteri diversi da quello della proporzionalità rispetto alla quota da essi posseduta. Anche tali clausole – secondo la dottrina notarile che si è espressa al riguardo – possono essere legittimamente inserite nello statuto, poiché disciplinano taluni aspetti della circolazione delle partecipazioni, analogamente a quanto avviene, per esempio, in caso di prelazione, gradimento o divieto di vendita.²⁷⁰

Quanto allo strumento giuridico utilizzato in relazione alla clausola di ripartizione non proporzionale del corrispettivo di vendita o del riscatto di partecipazioni sociali, esso dipende dalla tipologia di società di capitali coinvolta.

Se si tratta di società per azioni, la clausola in esame sarà oggetto di una categoria speciale di azioni. Se, invece, si tratta di società a responsabilità limitata, la ripartizione non proporzionale costituirà un diritto particolare in capo ad un socio determinato ex art. 2468, comma 3, c.c.²⁷¹.

Diversamente, la ripartizione non proporzionale potrà avvenire non sulla base di un criterio personalistico (ossia attribuendo il beneficio ai titolari delle azioni speciali oppure del diritto particolare), bensì in base a criteri oggettivi e impersonali identificati nello statuto.²⁷²

Resta inteso che la pattuizione in esame, al fine di scongiurare il potenziale rischio della indeterminatezza oppure della indeterminabilità dell'oggetto, deve indicare i criteri di calcolo della ripartizione. Inoltre, deve rispettare i

²⁷⁰ Massima n. 126 Consiglio notarile Milano, *Ripartizione non proporzionale del corrispettivo della vendita o del riscatto di partecipazioni sociali* (artt. 2348 e 2468 c.c.), cit.

²⁷¹ Massima n. 126 Consiglio notarile Milano, *Ripartizione non proporzionale del corrispettivo della vendita o del riscatto di partecipazioni sociali* (artt. 2348 e 2468 c.c.), cit.

²⁷² Al riguardo, essi sono i c.d. "diritti di quota" che spettano ai soci che si trovino concretamente in talune situazioni, quali ad esempio il superamento di una certa percentuale di partecipazione al capitale sociale, come affermato da M. Notari, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadesse, G.B. Portale, Torino, Utet, 2007, 601.

limiti di legittimità imposti dall'ordinamento in materia societaria in relazione alla concreta configurazione come, ad esempio, il divieto di patto leonino nonché la necessità di garantire un'equa valorizzazione della partecipazione del socio obbligato alla vendita.²⁷³

²⁷³ P. Divizia, *Le clause di tag e drag along*, cit., 207 ss.

3. CAPITOLO 3 – IL PRINCIPIO DI EQUA VALORIZZAZIONE

3.1 Il problema: esiste un principio inderogabile di equa valorizzazione delle partecipazioni sociali?

L'equa valorizzazione delle partecipazioni sociali pare essere, nel diritto societario, un principio generale²⁷⁴ – immanente – del nostro ordinamento.

Il principio dell'equa valorizzazione, in quanto principio generale e inderogabile, sarebbe applicabile non soltanto per quanto riguarda le fattispecie tassativamente identificate dal Legislatore, ma anche nei casi in cui – per effetto di una clausola statutaria che sia il frutto dell'autonomia delle parti – il socio versi in una delle situazioni di exit forzato sopra illustrate.

Il principio, quindi, si configura quale limite all'autonomia privata in materia di società di capitali.

Quanto alla funzione, il principio dell'equa valorizzazione della partecipazione sociale mira a proteggere i soci recedenti o altrimenti in procinto di abbandonare forzatamente la compagine sociale, garantendo loro una tutela adeguata.²⁷⁵

²⁷⁴ C. Di Bitonto, *Clausola statutaria di drag-along: chi era costei?*, cit., 1380, che si riferisce al “principio generale di necessaria esistenza di parametri obiettivi di attribuzione di un valore equo e non arbitrario alla partecipazione sociale, applicabile, al di là delle ipotesi positivamente disciplinate, tutte le volte che un membro del consesso sociale si trova nella posizione passiva di subire - per iniziativa altrui (dei soci, della società o di terzi) o per circostanze obiettive prescindenti dalla propria volontà - la fuoriuscita dalla compagine sociale”.

²⁷⁵ Per una panoramica sul principio in esame, v. C.A. Nigro, *Venture Capital-backed Firms e Trade Sales tra shareholder value maximization ed equa valorizzazione della partecipazione sociale* (Tesi di dottorato discussa presso la LUISS «Guido Carli» in data 18 giugno 2019), disponibile all'indirizzo <https://iris.luiss.it/retrieve/handle/11385/201081/109952/20190618-nigro.pdf>, nonché i recenti contributi L. Filippone, *Autonomia statutaria, exit del socio di S.r.l. ed equa valorizzazione della quota del socio uscente*, cit., 525 ss.; M.L. Passador, *Disciplina applicabile al riscatto di quote di s.r.l. e tutela offerta dai criteri di valorizzazione della partecipazione*, cit., 1345 ss.

Sembra, quindi, potersi affermare che l'atteggiamento alla base di tale principio sia paternalistico²⁷⁶, in virtù del quale lo Stato è nella posizione di intervenire ex ante nella sfera giuridica dei soci partecipanti a società di capitali, determinando un floor, ossia un corrispettivo soglia per la tipologia di operazioni sopra descritte, pari almeno al valore minimo di liquidazione delle partecipazioni sociali.²⁷⁷

Alla luce di quanto precede, occorre quindi approfondire la questione che può essere così riassunta.

Ogni clausola statutaria che abbia l'effetto di determinare un exit forzato deve rispettare il principio di equa valorizzazione?²⁷⁸

Nei successivi paragrafi si tenterà di ricostruire le tesi a sostegno e contrarie in relazione all'esistenza o meno del suddetto principio nonché di esaminare le relative implicazioni ivi incluso che cosa comporta in concreto tale principio. Di conseguenza, si proverà a fornire risposta ad altri quesiti. A titolo esemplificativo, si proverà a rispondere alla domanda se i soci ne possano disporre e rinunciare all'unanimità, nonché alla domanda relativa a come si possa attribuire maggiore spazio all'autonomia privata.

3.2 Tesi positiva e argomentazioni a sostegno

²⁷⁶ Così anche, con riferimento al sistema giuridico tedesco, K. U. Schmolke, *Expulsion and Valuation Clauses – Freedom of Contract vs. Legal Paternalism in German Partnership and Close Corporation Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2012, 307 ss., disponibile presso SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1986799.

²⁷⁷ Cfr. D. Maltese, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, cit., 1064 ss., e in particolare il paragrafo 4 dello stesso contributo.

²⁷⁸ Al riguardo, cfr.: M. Notari, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, cit., 383 ss.

Secondo la tesi positiva il principio di equa valorizzazione è un principio inderogabile del diritto societario, che troverebbe applicazione in relazione ad ogni clausola statutaria che determini un exit forzato di un socio.

Come anticipato nel primo capitolo, la dottrina e la giurisprudenza prevalenti hanno esteso tale principio alle fattispecie di exit forzato atipiche assimilabili alle fattispecie tipiche di exit forzato (come il riscatto e l'esclusione) sul piano degli effetti, in quanto caratterizzate dall'obbligo in capo ad un socio di alienare la propria partecipazione sociale, quali ad esempio il diritto di trascinamento²⁷⁹, la roulette russa²⁸⁰, lo squeeze-out statutario e le altre fattispecie sopra descritte.²⁸¹ In tali casi, il prezzo di alienazione della partecipazione sociale deve essere almeno pari al valore della partecipazione sociale che sarebbe ad essa attribuito in caso di recesso.

Le previsioni sopra illustrate per quanto previsto in materia di esclusione e riscatto, quindi, sono applicabili in via analogica ogniqualvolta vi siano ipotesi di exit forzato. A tal proposito, infatti, irrilevante sarebbe il mezzo giuridico utilizzato per costringere il socio all'uscita, nonché la funzione o la struttura della clausola, in quanto bisognerebbe valorizzare l'effetto della pattuizione più che lo strumento giuridico in concreto prescelto dagli operatori.

²⁷⁹ Così dalla Massima n. 88 Consiglio notarile Milano, *Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di "covendita" delle partecipazioni* (artt. 2355-bis e 2469 c.c.), cit., in avanti, come illustrato nei capitoli precedenti.

²⁸⁰ Massima n. 181 Consiglio notarile Milano, *Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cowboy»)* (artt. 2437-sexies, 2473-bis c.c.), cit.; L. Ponti, P. Panella, *La «preferenza» nel diritto societario e successorio*, Milano, Giuffrè, 2003, 201 ss.

²⁸¹ M. Maltoni, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in *Le acquisizioni societarie*, a cura di M. Irrera, Bologna, Zanichelli, 2011, 429 ss. Per una panoramica internazionale al riguardo, cfr. S. Gomtsian, *Private Ordering of Exit in Limited Liability Companies: Theory and Evidence from Business Organization Contracts*, in *Amsterdam Business Law Journal*, 2016, 677 ss.

A titolo esemplificativo, in dottrina si è affermato che il binomio tra diritto potestativo e soggezione (tipico del riscatto) sarebbe da equiparare al binomio tra diritto soggettivo e obbligo di vendere tipico delle clausole di exit forzato.

In entrambi i casi si porrebbe l'esigenza di tutelare il socio costretto al disinvestimento.²⁸²

A sostegno della tesi in parola, vi sarebbe la circostanza che il principio dell'equa valorizzazione è richiamato dal Legislatore con riferimento a fattispecie tipiche che, seppure non riconducibili alla categoria dell'exit "forzato" nell'accezione sopra illustrata, sono caratterizzate da un'uscita "forzosa" del socio, in quanto consequenziale rispetto a determinati eventi e quindi, in qualche modo, indotta rispetto al compimento di talune operazioni societarie, quali le scissioni non proporzionali ²⁸³ nonché le fusioni semplificate qualora la partecipazione della società incorporante nel capitale sociale della società incorporata sia superiore al 90%²⁸⁴. Al contrario, il principio in esame

²⁸² M. Notari, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, cit., 395 ss.

²⁸³ Ai sensi dell'art. 2506-bis, comma 4, c.c., si configura una "scissione non proporzionale" (espressione che si deve a G. Scognamiglio, *Le scissioni*, in G.E. Colombo e G.B. Portale, *Trattato delle società per azioni*, 2004, Vol. 7.2) nel caso in cui a ciascun socio della società scissa sono assegnate partecipazioni sociali delle società beneficiarie in misura non proporzionale. In tal caso resta inteso che l'operazione deve essere complessivamente neutra per il socio, nel senso che la partecipazione non proporzionale ad una società deve necessariamente essere bilanciata da una partecipazione non proporzionale – in senso di maggiorazione – in altra società. In tal caso, sebbene l'operazione di scissione non proporzionale possa essere approvata a maggioranza, il Legislatore post riforma ha previsto il correttivo del c.d. diritto di "exit" in favore del socio di minoranza. Pertanto, i soci che non concorrono all'adozione della delibera hanno un diritto di uscire dalla compagine sociale, distinto rispetto a quanto previsto dal recesso. Infatti, l'"obbligo di acquisto" previsto da tale disposizione implica un obbligo di stipulare un contratto di compravendita tra il socio uscente ed altri soggetti (ossia la società, i soci oppure un terzo), verso il corrispettivo predeterminato che non sia inferiore a quanto previsto dalla legge in materia di recesso. Per ulteriori considerazioni sull'argomento, si veda *ex multis* F. Magliulo, *La scissione delle società*, Milano, Ipsoa, 2012, 268 ss.

²⁸⁴ Ai sensi dell'art. 2505-bis, c.c., è prevista una disciplina peculiare in materia di fusione qualora la società incorporante possieda il 90% del capitale sociale della società incorporata. In tal caso, sono previste talune semplificazioni procedurali (consistenti nell'inapplicabilità delle disposizioni in tema di situazione patrimoniale, di relazione dell'organo amministrativo, di relazione degli esperti nonché di deposito ex art. 2501-septies c.c.), purché il progetto di fusione preveda un diritto – in capo ai soci di minoranza – di far acquistare le proprie

non è richiamato nel caso di trasformazione eterogenea da società di capitali in fondazioni, presumibilmente per la circostanza per cui in occasione di tale operazione non vi è alcuna assegnazione di beni in favore dei soci quale bilanciamento della dismissione della partecipazione sociale (dato che le fondazioni, infatti, non sono connotate dalla presenza di partecipazioni assimilabili a quanto previsto per azioni o quote nelle società di capitali).²⁸⁵ Al riguardo, se da un lato può affermarsi che la trasformazione è causa di recesso – e, quindi, il socio dissenziente avrebbe diritto alla liquidazione della sua quota di partecipazione – ciò è vero per le sole società per azioni (art. 2437, comma 1, lett. b), c.c.) e non anche per le società a responsabilità limitata, per le quali non è prevista tale fattispecie quale causa di recesso inderogabile.

partecipazioni, per un corrispettivo da determinarsi secondo quanto previsto in materia di recesso. Per ulteriori considerazioni sull'argomento, si veda *ex multis* F. Magliulo, *La fusione delle società*, Milano, Ipsoa, 2009, 592 ss.

²⁸⁵ Con la riforma del 2003, è stata riformata in maniera organica la disciplina delle società di capitali e, in particolare, delle operazioni societarie straordinarie quali la fusione, la scissione e la trasformazione. La trasformazione si distingue in omogenea (quando il passaggio è da un tipo societario ad un altro tipo societario all'interno delle società lucrative) ed eterogenea (quando il passaggio è da una società lucrativa ad un ente causalmente diverso, come per esempio una società non lucrativa oppure un ente non societario, e viceversa). Nello specifico, l'art. 2500-septies c.c. prevede la fattispecie della trasformazione di una società di capitali in un ente diverso dalla società lucrativa, tra cui rientra pacificamente la fondazione. Tale operazione incide in maniera significativa sulla struttura organizzativa e sulla finalità dell'ente risultante, passando da un modello basato sulla partecipazione dei soci al capitale sociale (mediante la titolarità delle partecipazioni sociali) e sul perseguimento di uno scopo lucrativo, ad un modello privo di base associativa (nella fondazione, infatti, non prevede alcuna partecipazione di associati) e orientato alla realizzazione di uno scopo non lucrativo. Di conseguenza, in occasione della trasformazione eterogenea da società di capitali in fondazioni, nessun bene del patrimonio sociale della società trasformata spetta ai soci, né a titolo di riparto, né quale contropartita della perdita dello status socii. Non sarebbe infatti coerente con la natura della fondazione ammettere che soggetti privi di ogni legame giuridico con l'ente dopo la trasformazione possano vantare diritti su un patrimonio che, per effetto dell'atto trasformativo, è integralmente vincolato allo scopo. Tale circostanza assume notevole rilevanza dal momento che la trasformazione eterogenea in esame, ai sensi del suddetto art. 2500-septies c.c. può essere assunta con il voto favorevole dei due terzi degli aventi diritto, con un conseguente impatto in termini di assenza di liquidazione della partecipazione sociale del socio dissenziente rispetto all'operazione in esame. Per ulteriori considerazioni sull'argomento, si veda M. Maltoni, F. Tassinari, *La trasformazione delle società*, Milano, Ipsoa, 2011, 259 ss.

Un'altra fattispecie che sarebbe espressione dell'esistenza del principio in esame è quella disciplinata in materia dei mercati finanziari di cui agli articoli 108 e 111²⁸⁶ del TUF che regolano l'obbligo ed il diritto di acquisto in capo ai soci di società quotate che, a seguito di una offerta pubblica di acquisto, si ritrovino a possedere una determinata percentuale del capitale sociale della società quotata. In tal caso, la determinazione del prezzo è cruciale ed è demandata ad una dettagliata disciplina.²⁸⁷

Secondo la predetta impostazione, il principio dell'equa valorizzazione, che rappresenta un limite non derogabile alle clausole statutarie di riscatto ed esclusione, risponde all'esigenza di impedire che circolino partecipazioni sociali il cui valore possa essere compromesso non dall'andamento della società, ma da scelte discrezionali degli altri soci o della stessa società, che finirebbero per appropriarsi di una parte del valore della partecipazione del socio washed-out.

²⁸⁶ La disciplina in esame trae origine dalla Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto, in virtù della quale i soci di minoranza sono tutelati dal "prezzo equo" di acquisto delle azioni, così definito all'art. 5 della stessa direttiva: *"È considerato prezzo equo il prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo, che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all'offerta di cui al paragrafo 1. Se, dopo che l'offerta è stata resa pubblica e prima che venga chiusa per l'accettazione, l'offerente o qualsiasi persona che agisca di concerto con lui acquista titoli a un prezzo superiore a quello dell'offerta, l'offerente deve aumentare la sua offerta a non meno del prezzo massimo pagato per i titoli così acquistati.*

Nel rispetto dei principi generali contenuti nell'articolo 3, paragrafo 1, gli Stati membri possono autorizzare le autorità di vigilanza a modificare il prezzo di cui al comma precedente in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati. A tale scopo, possono redigere un elenco di circostanze nelle quali il prezzo massimo può essere modificato, verso l'alto o verso il basso, come ad esempio se il prezzo massimo è stato concordato tra l'acquirente ed un venditore, se i prezzi di mercato dei titoli in oggetto sono stati manipolati, se i prezzi di mercato in generale o in particolare sono stati influenzati da eventi eccezionali, o per permettere il salvataggio di un'impresa in difficoltà. Possono altresì definire i criteri da utilizzare in questi casi, come ad esempio il valore medio di mercato su un certo periodo, il valore di liquidazione della società o altri criteri oggettivi di valutazione generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria.

Qualsiasi decisione delle autorità di vigilanza che modifica il prezzo equo deve essere motivata e resa pubblica."

²⁸⁷ L. Marchegiani, *L'obbligo e il diritto di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Torino, Giappichelli, 2011, 247 ss.

In questa prospettiva, dunque, si vuole evitare che l'investimento in azioni o quote sia disincentivato, garantendo che i soci non possano subire una sorta di spoliazione a prezzo iniquo, neppure quando ciò derivi da una clausola statutaria debitamente pubblicizzata (in quanto risultante dal Registro delle Imprese).²⁸⁸

3.3 Ambito di applicazione e conseguenze

Un nodo da sciogliere in relazione al principio in esame attiene alla sua *vis expansiva* ed alla sua portata applicativa. In particolare occorre domandarsi se esso sia riferibile esclusivamente alle clausole statutarie oppure se esso trovi applicazione anche in relazione ai patti parasociali.

Al riguardo è stato affermato che il principio di equa valorizzazione trovi applicazione esclusivamente rispetto alle pattuizioni statutarie e non anche ai patti parasociali. Ciò non solo e non tanto per la distinzione tra effetti obbligatori oppure reali, oppure per la vincolatività nei confronti di alcuni oppure tutti i soci, ma soprattutto per la durata illimitata delle pattuizioni in esame.²⁸⁹

Difatti, per quanto riguarda i patti parasociali, non sussistono limiti normativi espressi alla libertà contrattuale delle parti di determinare le condizioni economiche di un contratto di scambio.²⁹⁰

²⁸⁸ A proposito di una ricapitolazione in merito, cfr. C.F. Giampaolino, *Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione*, in ODC, 2024, 234-235.

²⁸⁹ M. Ventoruzzo, *Accordo di riacquisto quote, disciplina del recesso e dell'esclusione del socio e rapporti tra statuto e accordi parasociali*, cit., 719 ss.

²⁹⁰ Così, Massima n. 181 Consiglio notarile Milano, *Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cowboy»)* (artt. 2437-sexies, 2473-bis c.c.), cit.

A titolo di esempio, come sopra anticipato in relazione alla determinazione del prezzo delle opzioni put e call,²⁹¹ si dovrebbe reputare valida ed efficace l'opzione – prevista da un patto parasociale – che in caso di bad leaver determini quale prezzo di vendita il valore nominale della partecipazione sociale (prescindendo, quindi, dal valore che sarebbe determinato applicando i criteri in materia di recesso).

A tal proposito, si ritiene necessario differenziare la libertà in materia di determinazione del prezzo di cui godono le parti al livello contrattuale, dalla autonomia statutaria qualora la clausola divenga una regola della società. A tal proposito, la circostanza che tale pattuizione possa vincolare tanto i soci presenti quanto i soci futuri, per tutta la durata della società, giustificerebbe il regime differenziato.²⁹²

Con riferimento alla suddetta affermazione è stato obiettato che, se il principio in esame avesse carattere inderogabile, da tale circostanza deriverebbe la necessaria conseguenza che lo stesso principio dovrebbe essere applicato indiscriminatamente. Ciò, pertanto, a prescindere dalla natura delle pattuizioni e, dunque, non dovrebbe essere applicabile solo alle clausole statutarie, ma anche ai patti parasociali.²⁹³

Infine, a questo proposito, un aspetto rilevante riguarda il ricorso ad accordi per l'ottenimento di risultati che l'ordinamento considera non consentiti. In questo senso, il divieto della frode alla legge²⁹⁴ colpisce con la nullità quei

²⁹¹ Si veda il Capitolo 1, paragrafo 1.9.6 Opzioni put e call, che precede.

²⁹² In tal senso, G.A. Rescio, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596 ss.; C. Angelici, *Tra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, cit., 19-20.

²⁹³ C.F. Giampaolino, *Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione*, cit., 233.

²⁹⁴ In merito al limite di validità rappresentato dal negozio in frode alla legge con riferimento ai patti parasociali, v. M. Libertini, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, cit., 479.

negozi utilizzati come strumento per conseguire, in modo indiretto, lo stesso effetto che una norma considera indegno di tutela²⁹⁵.

Potrebbe, dunque, astrattamente argomentarsi nel senso della invalidità dei patti parasociali utilizzati al fine di aggirare il divieto di non attribuire ai soci uscenti in maniera forzata una equa valorizzazione delle loro partecipazioni.²⁹⁶

3.4 Tesi negativa

Parte della dottrina è contraria alla necessità dell'equa valorizzazione nei casi di exit forzato.²⁹⁷

Secondo un primo ordine di ragioni di carattere letterale, la liquidazione del valore della quota in materia di recesso, riscatto ed esclusione rappresenta una fattispecie tipica che non esprime un principio di portata generale, in quanto funzionalmente orientata alle peculiari esigenze dei diversi casi. Nello specifico, nel recesso la liquidazione funge da contropartita dell'esercizio del diritto potestativo del socio a sciogliersi unilateralmente dal vincolo societario, tipicamente a fronte di una modifica statutaria subito e non condiviso. Nel riscatto, essa mira a riequilibrare la posizione di un socio che viene estromesso per volontà altrui. Nell'esclusione, invece, il valore della partecipazione

²⁹⁵ V. Roppo, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato a cura di Iudica e Zatti*, Milano, 2011, 402.

²⁹⁶ In senso contrario, seppure non in senso assoluto, v. M. Ventoruzzo, *Accordo di riacquisto quote, disciplina del recesso e dell'esclusione del socio e rapporti tra statuto e accordi parasociali*, cit., 719 ss.

²⁹⁷ Lodo arbitrale 29 luglio 2008, Arbitro Unico Alberto Mazzoni, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 493 ss. Si vedano, inoltre, i recenti contributi di C.F. Giampaolino, *Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione*, cit., 236 ss.; M. Notari, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, cit., 395 ss.; E. Fratini, L. Trabacca, *Clausole di drag along e principio di equa valorizzazione del socio. Spunti critici*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2024, 818 ss.

rappresenta lo strumento per evitare che la fuoriuscita forzata si traduca in una sostanziale espropriazione non compensata.

In secondo luogo, secondo una interpretazione sistematica e secondo il principio di non contraddizione, se il principio di equa valorizzazione fosse realmente inderogabile, ad esser passibile di nullità non sarebbe soltanto la clausola statutaria lesiva, ma anche la medesima pattuizione collocata all'interno di un patto parasociale. Da tale esempio deriva la conseguenza per cui se il principio è considerato inderogabile, lo stesso si estende anche ai patti parasociali, altrimenti, non può configurarsi ontologicamente come inderogabile.²⁹⁸

A tal proposito, infatti, è stato proposto il seguente esempio in materia di recesso. Qualora in un patto parasociale il socio accettasse di ricevere, in caso di uscita, il mero valore nominale della partecipazione, mentre lo statuto rinvia ai criteri legali di determinazione del valore, tale previsione del patto potrebbe essere contestata dal socio recedente, anche se formalmente vincolato dal patto stesso. Al riguardo, sarebbe probabile che un giudice gli riconoscerebbe comunque il diritto a ottenere la valorizzazione prevista dalla legge (indipendentemente, quindi, da quanto previsto dal patto parasociale).

Per questa ragione non risulta del tutto persuasiva la posizione di chi sostiene che il socio coinvolto nell'operazione potrebbe validamente rinunciare, tramite

²⁹⁸ In tal senso, si veda C.F. Giampaolino, *Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione*, cit., 233, nonché l'esempio riportato in nota 7 di detto contributo relativo al diritto di recesso. In linea con tale impostazione, *mutatis mutandis*, la giurisprudenza di merito (Tribunale Napoli Sez. spec. in materia di imprese, 08 ottobre 2020) ha sancito la nullità, per contrasto con l'art. 2369, comma 4, c.c., della clausola parasociale (e non già della clausola statutaria) che prevedeva un innalzamento del quorum deliberativo per ogni deliberazione assembleare ordinaria e straordinaria. In senso critico, v. M. Filippelli, *Patti parasociali di voto, promessa del fatto del terzo e deroghe convenzionali ai quozienti assembleari*, in *Giur. comm.*, 2022, 274 ss. per la quale "questa conclusione appare, invero, poco coerente con il principio di non-interferenza tra la sfera sociale e sfera parasociale".

accordo parasociale, a una parte del corrispettivo che gli spetterebbe applicando il criterio legale di valutazione previsto per il recesso.²⁹⁹

Tale approccio sarebbe idoneo a garantire equilibrio tra l'autonomia negoziale e la tutela dei diritti dei soci, evitando che la disciplina imperativa possa essere elusa tramite accordi extra-statutari.

Infine, l'inesistenza di un principio generale di equa valorizzazione potrebbe trovare ulteriore conferma nelle recenti massime notarili in relazione alle partecipazioni auto-estinguibili.³⁰⁰ Al proposito, secondo la dottrina notarile toscana, il valore di liquidazione delle partecipazioni è liberamente determinabile in quanto – nel caso delle partecipazioni a tempo – non ricorrono le ragioni di tutela del socio recente per le fattispecie di recesso legali, né tantomeno le ragioni richiamate nei casi di exit forzato per volontà altrui (come in caso di azioni riscattabili, esclusione, drag along).³⁰¹ Inoltre, come sopra accennato, secondo la dottrina notarile milanese, dette clausole relative alle partecipazioni auto-estinguibili potrebbero non attribuire al socio alcun diritto alla liquidazione del valore della partecipazione al momento dell'estinzione.³⁰²

²⁹⁹ M. Notari, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, cit., 396 ss.

³⁰⁰ Massima n. 190 Consiglio notarile Milano, *Azioni e quote «auto-estinguibili»*, cit.; Massima n. 66/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Le partecipazioni sociali a tempo*, cit.

³⁰¹ Massima n. 66/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Le partecipazioni sociali a tempo*, cit., per cui “In linea di principio si può ritenere che i criteri di determinazione del valore di disinvestimento siano liberamente negoziabili, e non coincidenti con quelli previsti negli artt. 2437 ter e 2473 c.c..

Nella fattispecie, infatti, non sussistono né le ragioni di tutela del socio ricorrenti qualora si verificano cause legali di recesso, né quelle invocate in caso di espulsione dalla compagine sociale per volontà altrui (azioni riscattabili, esclusione, drag along). La soluzione organizzativa proposta presuppone la collaborazione del socio, che sceglie liberamente di sottoscrivere partecipazioni dotate della caratteristica della temporaneità, oppure accetta consensualmente l'apposizione del termine. In definitiva, quel socio accetta una scommessa sull'andamento della società.

L'unico limite sembra rappresentato dal divieto del patto leonino, che peraltro, alla luce delle tecniche di liquidazione esposte, pare venire in rilievo soprattutto con riferimento al rimborso attuato mediante acquisto delle partecipazioni da parte di altri soci o da parte di terzi, ovvero quando i mezzi provengano da sfere patrimoniali diverse dalla società.”

³⁰² Massima n. 190 Consiglio notarile Milano, *Azioni e quote «auto-estinguibili»*, cit.

La ragione per cui la massima notarile afferma tale principio risiede nel fatto che in tali fattispecie, l'exit non è né il risultato dell'esercizio di un diritto potestativo del socio (come nel recesso), né l'effetto della volontà della società o di un terzo (come nel riscatto, drag-along, squeeze-out, ecc.).

L'uscita dalla compagine sociale nelle partecipazioni sociali auto-estinguibili avviene invece automaticamente, in base a un meccanismo accettato ex ante dal socio nel momento in cui decide di sottoscrivere una partecipazione connotata di tale caratteristica strutturale.

Mutatis mutandis, dovrebbe potersi argomentare che se tale accettazione della natura temporalmente limitata dell'investimento consente una mancanza assoluta di liquidazione (oppure una liquidazione svincolata rispetto al valore di mercato di cui al recesso), lo stesso ragionamento dovrebbe essere replicabile nei casi in cui la natura temporalmente limitata dell'investimento dipende da manifestazione di volontà di un altro socio, purché il socio abbia prestato il proprio consenso ed assunto consapevolmente tale rischio.

3.5 La clausola statutaria nulla può essere convertita in pattuizione parasociale valida?

Come sopra illustrato, l'opinione dottrina prevalente ritiene che ai patti parasociali non sarebbe applicabile la disciplina in materia di equa valorizzazione.³⁰³

³⁰³ C. D'Alessandro, "Patti di co-vendita" (Tag Along e Drag Along), in *Riv. dir. civ.*, 2010, 373 ss.

Pertanto, ci si è interrogati a proposito della possibilità per l'autorità giudiziaria di convertire la clausola statutaria nulla in una pattuizione parasociale valida.³⁰⁴

A tal proposito, infatti, qualora il giudice ritenga che la disciplina legale sulla valutazione della quota nel recesso sia inderogabile al livello statutario, la conversione della clausola invalida in patto parasociale valido potrebbe rappresentare uno strumento utile a salvaguardare la volontà negoziale delle parti, evitando che tali accordi siano privati di ogni efficacia per ragioni puramente strutturali.

Parte della dottrina che ha indagato sul rapporto tra norme statutarie e patti parasociali osserva tuttavia che, secondo un principio formale elaborato in sede teorica, quando una previsione è inserita nello statuto tramite le forme societarie tipiche, essa deve essere considerata come norma sociale e non può essere trattata come patto parasociale. Tale impostazione, pur rilevante, non esclude però che in taluni casi si possa recuperare una clausola statutaria nulla come accordo parasociale, purché l'interesse perseguito sia meritevole ai sensi dell'art. 1322, comma 2, c.c. Ciò vale in particolare quando le norme imperative che ne impediscono la validità sul piano organizzativo mirano a tutelare i soci futuri da vincoli permanenti, mentre gli stessi interessi, se disciplinati su un piano meramente obbligatorio, possono non presentare tali criticità.

L'orientamento dominante della giurisprudenza e della dottrina è nel senso che la conversione del contratto nullo ex art. 1424 c.c. non possa avvenire d'ufficio, ma solo previa domanda ad hoc di parte.³⁰⁵ A tal proposito, la Corte di Cassazione a Sezioni Unite ha sancito il principio per cui i poteri ex officio di rilevare una nullità negoziale non si estendono altresì alla rilevazione di una

³⁰⁴ Cfr. D. Maltese, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, cit., 1064 ss., e in particolare il paragrafo 5 dello stesso contributo.

³⁰⁵ *Ex multis*, V. Roppo, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato a cura di Iudica e Zatti*, Milano, 2011, 808

possibile conversione del contratto, ostando a ciò la formulazione della disposizione di cui all'art. 1424 c.c. – a mente del quale il contratto nullo può, e non deve, produrre gli effetti di un contratto diverso – atteso che, altrimenti, si determinerebbe un'inammissibile rilevazione di una diversa efficacia, sia pur ridotta, di quella convenzione negoziale.³⁰⁶

Tale impostazione si fonda essenzialmente su tre argomenti. In primo luogo, sul principio della intangibilità dell'autonomia negoziale; in secondo luogo, sull'interpretazione letterale dell'art. 1424 c.c. (per cui il contratto nullo “può produrre”, il che presupporrebbe una iniziativa di parte); e, in terzo luogo, in quanto in applicazione del principio dispositivo di cui all'art. 112 c.p.c.

La teoria minoritaria, al contrario, ritiene che la conversione del contratto nullo sia rilevabile d'ufficio dal giudice, allorquando una delle parti proponga l'azione di nullità.³⁰⁷ Si osserva infatti, con riferimento al primo dei tre argomenti suddetti che l'autonomia negoziale subisce in qualche modo già l'influenza di plurime fonti eteronome, quali quelle costituzionali, europee e giurisprudenziali, che – specie queste ultime – impongono un controllo di buona fede, correttezza e in generale il divieto di abuso del diritto. Con riferimento al secondo argomento, quello letterale riferito alla formulazione dell'art. 1424 c.c., si ritiene che la locuzione “può produrre” non indica una facoltà di parte, ma richiamerebbe un potere-dovere del giudice, similamente a quanto è previsto ai sensi dell'art. 1421 c.c. in materia di rilevabilità d'ufficio della nullità. Per ultimo, con riferimento al principio dispositivo, la portata di tale principio non sarebbe tale da impedire al giudice di esercitare poteri

³⁰⁶ Cass. Civ. Sez. Unite, sentenza n. 26242 del 12 dicembre 2014, come annotata da I. Pagni, *Nullità del contratto - Il “sistema” delle impugnative negoziali dopo le Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2015, 70 ss.; M. Bove, *Rilievo d'ufficio della questione di nullità - Rilievo d'ufficio della questione di nullità e oggetto del processo nelle impugnative negoziali*, in *Giur. it.*, 2015, 1386 ss.

³⁰⁷ Tra cui, C. M. Bianca, *Il contratto*, cit., 591.

officiosi quando ciò sia previsto dalla legge, come riconosciuto da consolidata giurisprudenza di legittimità.

Infine, due ulteriori argomenti rafforzerebbero la tesi favorevole alla rilevabilità d'ufficio della conversione. Il primo argomento è di ordine sistematico. Nello specifico, se il giudice ha il potere di rilevare la nullità ex art. 1421 c.c., lo stesso giudice deve poter rilevare altresì la conversione, data la pregiudizialità logica tra la nullità e la conversione. Inoltre, il principio di correttezza e buona fede imporrebbe al giudice di preservare il risultato economico che le parti si erano prefissate, convertendo, quindi, la clausola invalida in una clausola valida, anche se in assenza di un'istanza specifica, evitando di interpretare il silenzio delle parti come una rinuncia al programma negoziale originario.

Ad ogni modo, dalla conversione giudiziale deriverebbe la conseguenza che le parti del contratto non potrebbero né rifiutare la conversione né imporre condizioni al giudice, analogamente a quanto avviene sia nell'interpretazione del contratto che nelle decisioni giudiziali sull'applicazione delle norme necessarie alla risoluzione della controversia.³⁰⁸

3.6 Alternative al principio di equa valorizzazione rispetto alle clausole di exit forzato

Quali alternative al principio di equa valorizzazione rispetto alle clausole di exit forzato potrebbero ipotizzarsi i seguenti strumenti.

³⁰⁸ D. Maltese, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, cit., 1064 ss.

Inoltre, come sostenuto recentemente in dottrina, un'alternativa all'"equa valorizzazione" potrebbe essere l'"equa determinazione" del valore delle partecipazioni.³⁰⁹

Nel caso di specie, si tratterebbe di spostare la tutela dal quantum al procedimento predeterminato. Difatti, secondo una lettura dell'art. 1349 c.c., la prestazione o controprestazione del contratto può essere individuata non solo da un terzo bensì anche da una delle parti del negozio. A tal fine, però, è necessario che la determinazione sia guidata da criteri oggettivi concordati tra le parti. In tal modo, da un lato le parti mirano, ex ante, al raggiungimento di un risultato equilibrato ed, ex post, un controllo di correttezza del procedimento.³¹⁰ Nel caso delle clausole di trascinamento, le caratteristiche che dovrebbero connotare il meccanismo di determinazione del corrispettivo sarebbero, in primo luogo, il fatto che il corrispettivo sia in denaro (o al più in titoli negoziati), in secondo luogo, che il terzo sia indipendente e, in terzo luogo, che il terzo acquirente sia qualificabile come un "*bona fide offeror*".³¹¹

Quale ulteriore alternativa, è stato proposto – con riferimento alle clausole di drag-along – di accompagnare dette clausole statutarie ad un diritto prelazione in favore del socio di minoranza.

Tuttavia, come è stato rilevato, in termini generali il diritto di prelazione non è lo strumento ottimale in quanto, al fine di consentire al socio di minoranza di

³⁰⁹ C.F. Giampaolino, *Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione*, cit., 230 ss.

³¹⁰ F. Macario, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, Jovene, 1996, 190; A. Barengi, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, Napoli, Jovene, 2005, 152; R. Sacco, *Il contenuto (l'autonomia)*, in *Tratt. Rescigno*, X, Torino, Utet, 2002, 420 ss.; R. Scognamiglio, *Dei contratti in generale*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro italiano, 1970, 351.

³¹¹ C.F. Giampaolino, *Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione*, cit., 240-241.

preservare il suo status di socio, si imporrebbe al medesimo un nuovo esborso per l'acquisizione della partecipazione del socio di maggioranza.³¹²

Inoltre, a titolo esemplificativo, è stata proposta una clausola senza alcun floor minimo predeterminato (o anche predeterminato *per relationem*), bensì con un meccanismo di verifica *ex post*, con la possibilità quindi di agire in giudizio per la determinazione del valore. Oppure, nei casi estremi di esercizio abusivo della clausola, è stato proposto di ricorrere allo strumento dell'abuso del diritto.

Con riferimento al meccanismo di verifica *ex post*, si consideri la seguente fattispecie. Secondo la dottrina notarile, sono lecite le clausole statutarie che determinano l'insorgenza, a carico del socio inadempiente e in favore della società, di clausole penali (aventi carattere risarcitorio e/o sanzionatorio), in caso di inosservanza obblighi derivanti dal contratto sociale, anche laddove essi siano differenti rispetto agli obblighi di effettuare i conferimenti oppure prestazioni accessorie.³¹³

Le clausole penali negli statuti delle società di capitali prevedono tipicamente (ma non necessariamente) l'insorgenza di una obbligazione pecuniaria. Al fine di prevedere una tutela ancor più incisiva, può accadere che le clausole penali negli statuti accedano a clausole statutarie di riscatto oppure di esclusione.

Per il combinato disposto, da un lato della clausola penale che determina l'insorgenza di un obbligo a carico del socio, nonché, dall'altro lato, del riscatto oppure dell'esclusione, che determinano il sorgere di un obbligo di liquidazione della quota del socio riscattato oppure escluso.

In tal caso, l'effetto finale è che la somma attribuita al socio a titolo di liquidazione delle sue partecipazioni potrebbe essere inferiore rispetto a quanto previsto dalla legge in caso di recesso (la c.d. equa valorizzazione), e ciò

³¹² P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 228 ss.

³¹³ A questo proposito, si veda la Massima n. 198 Consiglio notarile Milano, *Penali statutarie e liquidazione delle azioni in caso di riscatto o esclusione* (artt. 2342, 2345, 2437-sexies, 2473-bis c.c.), cit.

per effetto della compensazione dei debiti, l'uno dovuto dal socio a titolo di penale, l'altro dovuto dalla società nei confronti del socio a titolo di liquidazione delle partecipazioni (calcolato in ossequio ai criteri stabiliti dalla legge per il caso di recesso).

Cruciale nel caso di specie è il meccanismo di verifica ex post che caratterizza la penale statutaria. Difatti, secondo quanto previsto dall'art. 1384 c.c., qualora l'ammontare della penale è manifestamente eccessivo (avuto riguardo all'interesse che il creditore aveva all'adempimento), la penale può essere diminuita equamente del giudice.

3.7 Rapporto tra il principio di equa valorizzazione e le clausole di *liquidation preference*

Le clausole di *liquidation preference*³¹⁴ (in italiano “preferenze di liquidazione”) sono clausole contrattuali ricorrenti negli accordi di investimento di venture capital, che prevedono preferenze liquidatorie (ossia diritti ad essere preferiti) in capo ai titolari di tali partecipazioni privilegiate.³¹⁵ Più specificamente, dette

³¹⁴ P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici, *The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience*, cit., 806 ss.; M. Maugeri, *Venture capital, preferenze di liquidazione e conflitti tra soci*, in ODC, 2024, 244 ss.; A. Zanoni, *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, cit., 73 ss.

³¹⁵ Al riguardo, nella prassi negoziale delle operazioni di venture capital si suole distinguere le clausole in esame in due macrocategorie: le preferenze liquidatorie “non-participating” e le preferenze liquidatorie “participating”. Tali fattispecie si differenziano per l'ampiezza dei diritti economici riconosciuti agli investitori.

Nella clausola di non-participating liquidation preference, l'investitore ha diritto, al verificarsi dell'evento di liquidazione, a ricevere un importo pari alla misura pattuita (spesso pari a un multiplo dell'investimento, tipicamente 1x ma può essere 1.5x, 2x o 3x). In alternativa, qualora ciò risulti economicamente più conveniente, l'investitore può partecipare alla distribuzione del residuo *pro rata* (altrimenti detta *pari passu*) con gli altri soci. La scelta è alternativa: l'investitore esercita la facoltà che gli assicura il maggior ritorno economico, ma non cumula i due benefici. A tal proposito, si veda: J.M. Fried, M. Ganor, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, in *NYU Law Rev.*, 2006, 982 e la relativa nota 36.

clausole attribuiscono ai titolari delle preferenze nella distribuzione del ricavato dei c.d. “liquidity events”. Tali sono gli eventi che determinano la liquidazione dell’investimento, quali ad esempio, la cessione del pacchetto di controllo delle partecipazioni sociali,³¹⁶ la fusione oppure la cessione dell’azienda sociale.³¹⁷

Di talché occorre precisare che l’utilizzo della locuzione “liquidation preference” deve essere inteso in senso “atecnico”, in quanto le clausole di liquidation preference si trovano fuori dal perimetro della liquidazione tradizionalmente intesa come tale nel diritto societario italiano e rappresentano un fenomeno distinto dal privilegio in relazione alla ripartizione del patrimonio residuo in sede di liquidazione della società.

Difatti, le preferenze in esame ricorrono allorché si verificano i suddetti eventi, diversi dalla liquidazione in senso tecnico, che determinano una monetizzazione di tutto o parte del patrimonio della società (nei casi di “asset deal”) oppure delle partecipazioni sociali oggetto dell’investimento del fondo di venture capital (c.d. “share deal”).

Diversamente, la clausola di participating liquidation preference attribuisce all’investitore un duplice diritto. In primo luogo, egli riceve integralmente l’ammontare della preferenza (ad esempio, 1x del capitale investito, o anche un multiplo maggiore). Successivamente, l’investitore partecipa altresì alla distribuzione dell’eventuale residuo in misura proporzionale alla propria quota di partecipazione. Tale meccanismo, talvolta definito “double dip” (ossia doppio morso), risulta maggiormente favorevole agli investitori e, in virtù del grado di protezione più elevato, tende a comprimere il valore residuo distribuibile ai soci fondatori.

La prassi negoziale, inoltre, conosce, inoltre, varianti intermedie, quali la participating preference “cappata”, in cui il cumulo tra preferenza e partecipazione è ammesso solo fino al raggiungimento di un limite massimo predeterminato (ad esempio, 2x dell’investimento), oltre il quale l’investitore deve necessariamente optare per partecipazione proporzionale alla quota di partecipazione.

³¹⁶ Con riferimento al rapporto tra trade sale e valorizzazione, cfr. C.A. Nigro, J. Stahl, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, disponibile presso <https://doi.org/10.1007/s40804-020-00196-7>.

³¹⁷ P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici, *Business angels, venture capital e la nuova s.r.l.*, cit., 433 ss.

Nel primo caso, ossia di asset deal, si ipotizzi il caso in cui la società alieni la sua azienda sociale. In tal caso, la questione che si pone attiene alla ripartizione del corrispettivo della cessione, il che farà seguito alla preventiva liquidazione della società, all'esito del cui procedimento sarà assegnato ai soci il surplus delle attività rispetto alle passività, in ossequio a quanto pattuito nelle clausole di liquidation preference.

Nel secondo caso, invece, ossia di share deal, l'operazione prevista consiste nella cessione dell'intero (o parte di) capitale sociale della società target. In tale ipotesi, la preferenza liquidatoria prevede che – all'esito della compravendita – il prezzo non sia ripartito tra i venditori (se due, tipicamente il socio fondatore e l'investitore, ossia il fondo di venture capital).

Pertanto, le pattuizioni in esame – non trattandosi di (o comunque non essendo assimilabili a) fattispecie di exit forzato – non sembrerebbero presentare la medesima ratio che imporrebbe, secondo la tesi prevalente, l'applicazione del principio di equa valorizzazione.³¹⁸

3.8 Il recesso “obbligatorio” o vincolato e il principio di equa valorizzazione

Recentemente, la Corte di Cassazione ha affrontato il tema dell'exit del socio di società a responsabilità limitata in presenza di clausole statutarie che imponevano l'alienazione della quota al verificarsi di determinate condizioni soggettive. Di conseguenza, tale pronuncia risulta di interesse in merito alle ricadute a proposito del principio di equa valorizzazione.³¹⁹

³¹⁸ P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici, *Business angels, venture capital e la nuova s.r.l.*, cit., 437.

³¹⁹ Cassazione Civile, Sez. I, 10 luglio 2024, ordinanza n. 18891, con i relativi contributi di N. Atlante - F. Cirianni, *Recesso obbligatorio, esclusione automatica e riscatto in una clausola di*

In particolare, la vicenda in esame riguardava alcuni dirigenti di banca che, aderendo a un piano di incentivazione³²⁰, avevano acquistato partecipazioni sociali della holding del gruppo. Al riguardo, lo statuto prevedeva che, in caso di cessazione del rapporto di lavoro dei dirigenti per qualsiasi causa, gli stessi (già) dirigenti, allo stesso tempo soci di minoranza, fossero obbligati a offrire le proprie quote agli altri soci al valore del patrimonio netto. Nel giudizio in esame, gli ex dirigenti contestavano la suddetta clausola statutaria, sostenendone la nullità per violazione del principio di equa valorizzazione.

Con riferimento alla qualificazione della clausola, la Corte di Cassazione escludeva che la clausola integrasse un'ipotesi di esclusione ex art. 2473-bis c.c., in quanto il meccanismo applicativo della stessa non imponeva una preventiva manifestazione di volontà da parte dell'assemblea dei soci. Tale volontà dell'assemblea, sarebbe caratteristica (sebbene non sancita in maniera espressa da alcuna norma) della fattispecie di esclusione delle società a responsabilità limitata.

La clausola in esame è stata, al contrario, qualificata come recesso convenzionale (in quanto ancorato ad un presupposto applicativo diverso rispetto alle fattispecie legali di recesso) denominato "vincolato" o "obbligatorio". Ciò in virtù di un meccanismo convenzionale di fuoriuscita attivato automaticamente al verificarsi di un evento soggettivo (nel caso di specie, la perdita dello status di dipendente-dirigente). A tal proposito, però, occorre rilevare che gli Ermellini abbiano ommesso di definire in modo positivo

limitazione soggettiva al possesso di quota di srl, in *Riv. not.*, 2024, 1282 ss.; e L. Filippone, *Autonomia statutaria, exit del socio di S.r.l. ed equa valorizzazione della quota del socio uscente*, in *Notariato*, 2025, 525 ss.

³²⁰ Per una prospettiva ante riforma del 2003, si veda: A. Busani, *I "piani di incentivazione" dei dipendenti ("stock options plans")*, in *Notariato*, 2001, 498 ss., nonché l'ampia bibliografia e gli spunti in materia di tecnica redazionale. Inoltre, quanto alla prospettiva post riforma, con uno sguardo all'esperienza anglosassone, si veda A. Zanardo, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 2006, 738 ss.

i tratti della figura in esame, limitandosi soltanto ad affermare che non si trattasse di una figura di esclusione intesa in senso tecnico.

Tale considerazione potrebbe legittimamente destare talune perplessità in quanto occorre rilevare, al riguardo, come la figura del recesso sia tipicamente da inquadrare tra i diritti (e non tra gli obblighi) in capo ai soci che non hanno partecipato all'adozione di determinate delibere, determinando così la propria uscita dalla società a fronte della liquidazione della propria partecipazione sociale.³²¹ Di primo acchito, infatti, il recesso obbligatorio potrebbe suonare come un ossimoro (per alcuni una "inusuale acrobazia qualificatoria"³²²), come un diritto il cui esercizio è allo stesso tempo obbligatorio. Al riguardo, è stato affermato in dottrina che il riferimento al recesso obbligatorio evoca talune ambiguità concettuali.³²³

Con riferimento al caso di specie, mentre la Corte d'Appello aveva reputato che la clausola in esame fosse una ipotesi di exit forzato in quanto imponeva la fuoriuscita coatta del socio dalla compagine sociale, la Cassazione negava questo carattere, sostenendo allo stesso tempo che la vendita della quota fosse comunque il frutto della volontà del socio (sebbene vincolata).

Appare, quindi, evidente, che la dicotomia recesso/esclusione sia inadeguata per illustrare le molteplici figure di exit statutario, le funzioni, le caratteristiche, nonché le differenze al livello di presupposti, di funzionamento e di effetti, come delineato nel presente elaborato. La pronuncia in esame, quindi, può

³²¹ Nel caso in esame della Corte, invece, ciò che è qualificato in certi passaggi della pronuncia come obbligatorio, in realtà si differenzia dal punto di vista ontologico dalla fattispecie di recesso che tipicamente è il diritto che è esercitato mediante un negozio unilaterale che determina lo scioglimento del rapporto sociale limitatamente al socio. Nel caso in esame, invece, il socio titolare di una determinata partecipazione sociale, imponeva di offrire la stessa in vendita ai soci di maggioranza.

³²² C. Di Bitonto, *Validità della clausola statutaria di ... "whatever leaver", collegata ad un piano di incentivazione per i dipendenti*, cit., 300.

³²³ L. Filippone, *Autonomia statutaria, exit del socio di S.r.l. ed equa valorizzazione della quota del socio uscente*, cit., 525 ss..

essere vista come un tassello del mosaico che sollecita un ripensamento generale della materia dell'exit, in una direzione di maggiore autonomia statutaria, superando la rigida distinzione recesso/esclusione e l'idea di inderogabilità dell'equa valorizzazione.

Infine, quanto alla valorizzazione della partecipazione sociale di cui alla clausola statutaria in esame, questione cruciale è la possibilità (o meno) di derogare al principio di liquidazione al valore di mercato, previsto dal combinato disposto degli artt. 2473, comma 3, e 2473-bis c.c. Al riguardo, la Corte di Cassazione ha ritenuto non inderogabile il principio di equa valorizzazione della quota da liquidarsi al socio fuoriuscito dalla compagine sociale a causa di una clausola statutaria di recesso convenzionale (sebbene "obbligatorio").

Con riferimento al tema in esame, la giurisprudenza di merito ha sostenuto che, laddove il recesso vincolato-obbligatorio si riferisca a fattispecie non legali, bensì convenzionali, il criterio statutario di rimborso della partecipazione possa prevedere la parametrizzazione del quantum sia parametrato a valori diversi rispetto a quelli legali. Nel caso di specie, il rimborso della partecipazione era ancorato al patrimonio netto anziché al valore di mercato.³²⁴

A tal proposito, e a sostegno di tale argomentazione, si richiama la tesi che appare prevalente per cui per le società a responsabilità limitata è possibile ricorrere a criteri di valutazione della partecipazione societaria diversi dal criterio legale³²⁵.

Restano, comunque, perplessità al riguardo in quanto tale considerazione circa l'applicabilità di criteri diversi a clausole statutarie di recesso è stata ritenuta

³²⁴ C. Di Bitonto, *Validità della clausola statutaria di ... "whatever leaver", collegata ad un piano di incentivazione per i dipendenti*, cit., 287 ss..

³²⁵ Come illustrato nel capitolo che precede, e in particolare sostenuto da M. Speranzin, *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da S.r.l. e autonomia statutaria*, cit., 890 ss.; M. Ventoruzzo, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, cit., 240 ss..

lecita con riguardo appunto ai casi di exit volontario. Nel caso di specie, sebbene la giurisprudenza abbia qualificato le suddette clausole come clausole di recesso obbligatorio, sembra più corretto affermarsi che – trattandosi di fattispecie sostanzialmente assimilabili ai casi di exit forzato – debbano trovare applicazione i principi previsti in materia di riscatto e di esclusione, con la conseguenza in punto di applicazione del principio di equa valorizzazione delle partecipazioni sociali.³²⁶

3.9 Exit forzato e equa valorizzazione nella Convenzione europea dei diritti dell'uomo (CEDU) e nella giurisprudenza della Corte EDU

Il tema dell'exit forzato nelle società di capitali richiede oggi di essere letto alla luce della dimensione sovranazionale, in particolare alla luce della Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali (CEDU) che, secondo la consolidata giurisprudenza della Corte Costituzionale, rappresentano norme interposte.³²⁷

La partecipazione societaria, come è stato autorevolmente affermato,³²⁸ è protetta in un duplice senso dalla CEDU.

³²⁶ C. Di Bitonto, *Validità della clausola statutaria di ... "whatever leaver", collegata ad un piano di incentivazione per i dipendenti*, cit., 301 ss.

³²⁷ Il rapporto tra la CEDU e il diritto italiano è improntato al principio di integrazione sistemica: la Convenzione, pur non avendo rango costituzionale, vincola il Legislatore e il giudice interno ai sensi dell'art. 117, co. 1, Cost., che impone il rispetto degli obblighi internazionali. Per questo motivo le norme della CEDU – come interpretate dalla Corte EDU – sono qualificate dalla dottrina e dalla giurisprudenza costituzionale come "norme interposte", ossia parametri intermedi utilizzati per valutare la conformità delle leggi ordinarie alla Costituzione. Ne deriva che una legge interna contrastante con la CEDU non è automaticamente disapplicabile, ma può essere dichiarata costituzionalmente illegittima per violazione dell'art. 117 Cost., mentre al giudice comune spetta un'interpretazione conforme alla Convenzione ogniqualvolta ciò sia possibile.

³²⁸ G. Carraro, *Società di capitali e diritti dell'uomo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, 205 ss.

In primo luogo, essa assume rilevanza come manifestazione della libertà di associazione (art. 11 CEDU), sia nella sua componente positiva (ossia intesa come diritto a restare nel gruppo)³²⁹ sia nella sua componente negativa (diritto a non essere costretti a parteciparvi).

In secondo luogo, la partecipazione societaria riceve protezione ai sensi dell'art. 1 Prot. n. 1 CEDU, poiché la quota di partecipazione – con i diritti patrimoniali e corporativi che incorpora – è suscettibile nella fattispecie della “proprietà privata” rilevante ai fini della tutela prevista dalla suddetta disciplina.³³⁰

Dal punto di vista della tutela giurisdizionale, la Corte EDU, l'organo deputato ad assicurare il rispetto della CEDU da parte degli Stati che aderiscono alla stessa, ha chiarito che ogni compressione della libertà di associazione richiede una giustificazione rigorosa e non può assumere forme di adesione o permanenza coatta, neppure tramite regole originate nell'autonomia privata.³³¹

Allo stesso tempo, è stato affermato che il Legislatore nazionale può modellare rapporti privatistici che comportano anche cessioni coattive di partecipazioni, purché ciò non determini una spoliatura arbitraria ed ingiusta a vantaggio di altri soggetti e purché sia garantito un equo bilanciamento fra interesse generale e tutela del proprietario.³³²

³²⁹ M. Del Linz, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1063, per il quale si starebbe “riaffermando il diritto allo stato di socio come diritto individuale insopprimibile (salve le tassative eccezioni di legge)”, con la precisazione che secondo l'autore dovrebbe parlarsi di un “diritto al mantenimento dell'investimento”. Si spinge oltre, al riguardo, N. De Luca, *Vengo anch'io: no, tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, cit., 346, che evidenzia la crescente necessità – alla base delle pattuizioni esaminate nel presente elaborato – di attribuire ad un determinato socio il diritto di determinare il disinvestimento degli altri soci, al fine di pretermettere questi dalla compagine sociale (come nel caso della clausola di drag-along, finalizzata ad una migliore cessione a terzi della propria partecipazione sociale).

³³⁰ N. Abriani, *La proprietà come diritto dell'individuo: tra diritto internazionale, diritto comunitario e disciplina interna*, in *Giur. it.*, 2010, 2228.

³³¹ Corte EDU 11 gennaio 2006, *Sørensen e Rasmussen c. Danimarca*.

³³² Commiss., dec. 12 ottobre 1982, *Bramelid e Malmström c. Svezia* per cui “*Legal provisions governing private law relations between individuals and which compel a person to surrender a possession*

Infine, la Corte EDU ha precisato che qualora in talune circostanze sia previsto l'obbligo in capo ai soci di minoranza di alienare le loro partecipazioni sociali ai soci di maggioranza, tale materia può rientrare nel perimetro di quanto di competenza statale in materia di uso dei beni, in quanto disposizioni "*indispensables à toute vie en société sous un régime d'économie de marché*".³³³

3.10 Considerazioni conclusive, anche in prospettiva *de jure condendo*

In un recente scritto concernente – in chiave interrogativa – la sussistenza di un binomio indissolubile tra le fattispecie di exit forzato ed il principio equa valorizzazione, è stato autorevolmente fatto riferimento, in un'ottica *de iure condendo*, al fatto che sussisterebbero valide ragioni per prendere in considerazione un intervento normativo che consenta all'autonomia negoziale di liberarsi dai vincoli derivanti dalla natura imperativa del principio di equa valorizzazione, nonché del limite quinquennale dei patti parasociali (limite temporale che avrebbe determinato la migrazione dal piano parasociale al piano statutario).³³⁴

A tal proposito si è ritenuto che si potrebbe rinunciare alla natura inderogabile delle regole sull'equa valorizzazione, evitando così che tali disposizioni continuino ad applicarsi anche alle clausole statutarie che disciplinano il recesso e le ipotesi di exit forzato.

to another do not interfere with the right to enjoyment of possessions, unless these provisions arbitrarily and unjustly deprive that person of property in favour of another. Subject to the above condition, the legislator can modify these rules of private law, as and when necessary."

³³³ R. Navarra, *Lo squeeze-out nella Aktiengesellschaft. Riflessioni sull'ammissibilità nelle S.p.a. mediante apposita clausola statutaria*, cit., 680.

³³⁴ M. Notari, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, cit., 411 ss. Ancor più recentemente, lo stesso Autore segnalava la necessità di un approfondimento al riguardo: M. Notari, *Roulette russa ed equa valorizzazione (appunti a margine di Cass. 22375/2023)*, cit., 11 ss.

Alternativamente, potrebbe essere eliminato il limite quinquennale previsto per i patti parasociali in relazione agli accordi volti a restringere la trasferibilità delle partecipazioni.

Se per l'Autore sopra citato la preferenza espressa era riferita alla seconda soluzione (comunque riservandosi ulteriori approfondimenti e riflessioni sul punto), a parere di chi scrive sarebbe auspicabile un intervento normativo volto ad definire in maniera coraggiosa, ma puntuale, il confine di applicazione del principio dell'equa valorizzazione della partecipazione sociale in relazione alle clausole statutarie di exit forzato. Sarebbe auspicabile tale intervento anche in relazione al caso specifico in cui l'adozione della clausola statutaria di exit forzato sia stata adottata all'unanimità.

Ad ogni modo, indipendentemente da un intervento normativo espresso sul punto, si ritiene che la determinazione del valore della partecipazione sociale dovrebbe essere materia disponibile dei soci (anche nei casi di exit forzato) e, quindi, superabile con l'unanimità dei consensi (tanto in sede di stipula dell'atto costitutivo quanto in occasione di una successiva modifica statutaria).³³⁵

Difatti, a tal proposito, non sarebbe ravvisabile alcuna necessità di ulteriore tutela in capo ai soci, in quanto gli stessi (specie quando si tratta di operatori sofisticati), prestando il loro consenso, si assumono la paternità della loro scelta con la consapevolezza, pertanto, delle relative implicazioni in ossequio al principio di auto-responsabilità di ciascun individuo.

Risulta evidente, infatti, come il principio di equa valorizzazione finisca per comprimere in misura eccessiva l'autonomia statutaria, che rappresenta uno dei cardini del diritto societario moderno e, in particolare, della riforma del

³³⁵ Nello stesso senso, D. Maltese, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, cit., 1064 ss.

2003.³³⁶ A tal proposito, ci si riferisce, per esempio, alla libertà delle parti di definire ex ante i meccanismi di circolazione delle partecipazioni, nonché di allocare i rischi connessi all'uscita del socio, che è sensibilmente ridimensionata dall'imposizione eteronoma di un valore "equo" in ogni scenario di exit forzato.

Inoltre, dal punto di vista economico, la partecipazione sociale, quale bene che può essere oggetto di atti dispositivi (tipicamente di compravendita), trova fisiologicamente il proprio valore nell'incontro tra domanda e offerta, indipendentemente dal parametro imposto dall'ordinamento nel caso di recesso. Ancora, sebbene il mercato presenti fisiologicamente asimmetrie informative e squilibri contrattuali, essi non dovrebbero essere automaticamente letti come indici di ingiustizia tali da giustificare l'intervento correttivo del diritto, specie quando le parti del contratto di società, ossia i soci, siano operatori economici.

Non risulta convincente, invero, il superamento dell'assenza di uno specifico fondamento normativo al riguardo, idoneo a sorreggere una generalizzazione del principio, mediante l'applicazione analogica della normativa in materia di recesso, di esclusione e di azioni riscattabili. Infatti, le disposizioni normative che impongono l'equa valorizzazione delle partecipazioni societarie (artt. 2437-ter, 2437-sexies e 2473 c.c.) si riferiscono a fattispecie specifiche, connotate (il riscatto e l'esclusione) dall'esercizio di un potere autoritativo della società o dall'imposizione ex lege di un meccanismo di liquidazione forzata. L'estensione in via analogica della portata applicativa ad ipotesi frutto dell'autonomia statutaria e, pertanto, meramente volontarie, significherebbe attribuire alle stesse disposizioni una *vis expansiva* che sostanzialmente ne altererebbe la ratio.

³³⁶ Tra i principi ispiratori della riforma del 2003, infatti, come previsto dall'art. 2, comma 1, lett. d), legge n. 366/2001 recante la "*Delega al Governo per la riforma del diritto societario*", figurava espressamente "*ampliare gli ambiti dell'autonomia statutaria*", seppur tenendo "*conto delle esigenze di tutela dei diversi interessi coinvolti*".

Inoltre, la discussione circa l'esistenza o meno del principio di equa valorizzazione quale principio generale rischia di generare incertezza del diritto e di stimolare comportamenti opportunistici da parte dei soci. Difatti, il socio consapevole di essere comunque garantito da una soglia minima di valore della propria partecipazione sociale potrebbe essere indotto a negoziare meno diligentemente oppure a ostacolare le dinamiche sociali per ottenere condizioni di uscita più favorevoli.

Da ultimo, nonostante si sia posto prevalentemente l'accento sulla natura economica della partecipazione sociale, occorre rilevare come la stessa sia connotata altresì da una natura organizzativa. Di conseguenza, la titolarità della partecipazione sociale non si esaurisce in un mero diritto (tipicamente, ma non necessariamente) di proprietà sul bene della partecipazione societaria, ma incorpora un fascio articolato di diritti e obblighi funzionali alla vita della società.

A tal proposito, imporre l'equa valorizzazione quale limite generale significherebbe limitarsi ad osservare la partecipazione da un punto di vista meramente economico, tradendo così tanto la sua natura complessa, quanto l'autonomia statutaria che in ambito societario è a monte dell'ingresso del socio nelle società di capitali. Si pensi non solo al caso di ingresso del socio in sede di costituzione della società, ma anche alla successiva entrata per effetto dell'acquisizione di partecipazioni societarie, ipotesi in cui l'acquisto determina l'assoggettamento del nuovo socio alla regolamentazione di cui allo statuto sociale della società target.

In conclusione, seppure con le cautele imposte della complessità dell'argomento trattato, pare ragionevole affermare quanto segue.

Alla luce della ratio della riforma del 2003, l'affermazione di un principio inderogabile quale quello dell'equa valorizzazione condurrebbe ad una

conclusione antitetica rispetto alla finalità prefissata dalla riforma stessa, ossia quella di concedere ampia autonomia statutaria ai soci, al fine di potenziare l'efficienza del mercato nel suo complesso.

Difatti, il sancire l'invalidità tout court della clausola statutaria di exit forzato che si ponga in contrasto con il suddetto principio (anche qualora la stessa fosse stata introdotta all'unanimità), da un punto di vista economico, rappresenta un limite all'ingresso nel nostro mercato di operatori economici, tradendo in tal modo, da un lato, lo spirito della riforma e, dall'altro, la crescita delle società e del sistema economico.³³⁷

³³⁷ In questo senso, P. M. Sanfilippo, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, cit., 159 ss.

BIBLIOGRAFIA

N. Abriani, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, Giuffrè, 1994.

N. Abriani, *La proprietà come diritto dell'individuo: tra diritto internazionale, diritto comunitario e disciplina interna*, in *Giur. it.*, 2010, 2226 ss.

N. Abriani, A. Toffoletto, *Spunti per una lettura di Cass. 25 luglio 2023, n. 22375, in tema di clausole antistallo contenute in patti parasociali e dintorni*, in *Riv. not.*, 2024, 27 ss.

B. Acquas, C. Lecis, *Il recesso del socio nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2010.

P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici, *Business angels, venture capital e la nuova s.r.l.*, in *ODC*, 2020, 353 ss.

P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 227 ss.

P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici, *The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience*, in *EBOR*, 2022, 787 ss.

P. Agstner, *Shareholder Conflicts in Close Corporations: Between Theory and Practice. Evidence from Italian Private Limited Liability Companies*, 12 settembre 2018, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3248192> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3248192>.

A. Alberti, *Alea iacta est: le possibili conseguenze dell'attivazione della clausola statutaria della roulette russa in "Muschio Selvaggio"*, in *Notariato*, 2024, 292 ss.

C. Angelici, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006.

C. Angelici, *La costituzione delle società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, XVI, Torino, Utet, 1987.

C. Angelici, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 2004, 101 ss.

C. Angelici, *Tra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, 25 agosto 2011, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1988343> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1988343>.

F. Annunziata, *Recesso del socio*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L. A. Bianchi, Milano, 2008.

L. Arlati, *Le partecipazioni sociali auto-estinguibili e a tempo: aspetti e tecniche redazionali*, in *Notariato*, 2025, 234 ss.

Assonime, *Le partecipazioni a tempo (o auto-estinguibili)*, Il Caso n. 6/2023.

N. Atlante - F. Cirianni, *Recesso obbligatorio, esclusione automatica e riscatto in una clausola di limitazione soggettiva al possesso di quota di srl*, in *Riv. not.*, 2024, 1282 ss.

A. Awwad Amal, *I patti parasociali nelle società chiuse*, Torino, Giappichelli, 2022.

N. Baccetti, *Sul riscatto nella prelazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 107 ss.

L. Ballerini, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, in *Contratto e Impresa*, 2014, 1466 ss.

L. Ballerini, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, in *Contratto e Impresa*, 2014, 1011 ss.

E. Barcellona, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, Giuffrè, 2004.

A. Barengi, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, Napoli, Jovene, 2005.

J. W. Bartlett, *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*, Aspen, 2014.

G. Bazzoni, *La validità 'equilibrata' della Russian roulette*, in *Giur. it.*, 2024, 2082 ss.

A. Benussi, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, a cura di P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca, Torino, Utet, 2011.

A. Bernardi, *La validità della clausola antistallo del tipo "roulette russa"*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 617 ss.

G. Bevilacqua – M. Masotti, *L'esclusione del socio di società per azioni "chiusa": applicazione analogica dell'articolo 2473-bis, cod. civ. o ricorso a rimedi alternativi?*, in *La rivista delle operazioni straordinarie*, 6/2018, 1 ss.

C.M. Bianca, *Diritto Civile, 3, Il contratto*, Milano, Giuffrè, 2019.

E. E. Bonavera, *L'efficacia reale della clausola di prelazione*, in *Le Società*, 2022, 331 ss.

B. Bonvicini, *Le "joint ventures": tecnica giuridica e prassi societaria*, Milano, Giuffrè, 1977.

S. Bonora, *Sub art. 2533 c.c.*, in A. Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, Milano, Wolters Kluwer e Padova, Cedam, 2017, 2533 ss.

L. Botti, *Clausole di Covendita e Trascinamento*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2022.

L. Botti, *Clausola di Russian roulette. Un primo stabile inquadramento all'interno del nostro sistema*, in *Giur. comm.*, 2024, 617 ss.

M. Bove, *Rilievo d'ufficio della questione di nullità - Rilievo d'ufficio della questione di nullità e oggetto del processo nelle impugnative negoziali*, in *Giur. it.*, 2015, 1386 ss.

A. Busani, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio*, in *Le Società*, 2019, 19 ss.

A. Busani, *I "piani di incentivazione" dei dipendenti ("stock options plans")*, in *Notariato*, 2001, 498 ss.

A. Busani, *Massimario delle operazioni societarie. Orientamenti professionali e giurisprudenza*, Milano, Wolters Kluwer, 2019, III ed.

C.A. Busi, *La Prelazione societaria*, Milano, Wolters Kluwer, 2019.

C.A. Busi, *Società di capitali con partecipazioni paritetiche e stallo decisionale. Le clausole statutarie e i meccanismi di soluzione*, Torino, Eutekne, 2024.

O. Cagnasso, *Profili concernenti l'esclusione del socio di società a responsabilità limitata*, in *Giur. it.*, 1 giugno 2008, 1433 ss.

V. Calandra Buonauro, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2005, 291 ss.

L. Calvosa, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in *Le società*, 2019, 1327 ss.

L. Calvosa, *Azioni riscattabili*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, tomo II, Milano, 2016, 2560 ss.

L. Calvosa, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1995.

L. Calvosa, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 195 ss.

G.F. Campobasso, *Diritto commerciale 2, Diritto delle Società*, a cura di M. Campobasso, Torino, Utet, 2020.

M. Campobasso, *Mancato Pagamento delle quote*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, tomo I, Milano, Giuffrè, 2016, 433 ss.

- M. Cannavò, *Sub art. 2533*, in *Codice delle società*, a cura di N. Abriani, Torino, Utet, 2016, 2594 ss.
- A. Capizzi, *Contro il divieto di patto leonino applicato alle società di capitali*, in *ODC*, 2024, 487 ss.
- A. Capizzi, *“Muschio selvaggio” tra clausole di roulette russa e di Texas shoot-out: l’interpretazione di una clausola ambigua*, in *Le Società*, 2024, 1223 ss.
- A. Capizzi, *Patti parasociali di russian roulette*, in *Foro it.*, 2023, 3515 ss.
- M. Caratozzolo, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a. (I parte)*, in *Società*, 2005, 1209 ss.
- M. Caratozzolo, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a. (II parte)*, in *Società*, 2005, 1340 ss.
- V. Cariello, M. Lamandini, *Sul ruolo delle comparazioni nell’interpretazione della clausola di “roulette russa”*, in *Le Società*, 2023, 1217 ss.
- S. Carmignani, *Art. 2437 ter*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, Torino, Giappichelli, II, 2003, 889 ss.
- S. Carmignani, *Commento all’art. 2437 sexies c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, Torino, Giappichelli, II, 2003, 902 ss.
- G. Carraro, *Società di capitali e diritti dell’uomo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, 205 ss.
- F. Caselli, A.F.F. Sciortino, *Clausola di roulette russa ed equa valorizzazione delle partecipazioni obbligatoriamente dismesse*, in *Contratti*, 2021, 311 ss.
- F. Castronovo, *Autonomia contrattuale e disponibilità dell’integrazione. La merger clause dal diritto americano a quello italiano*, Torino, 2017.
- C. Cengia, *Azioni riscattande: i notai definiscono i criteri per la loro validità*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 26 marzo 2018.

G. Chemla, A. Ljungqvist, A. Ljungqvist. M.A. Habib, *An Analysis of Shareholder Agreements*, in NYU, Ctr for Law and Business Research Paper No. 02-01; RICAFAE Working Paper No. 006, luglio 2004, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=299420> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.299420>.

F. Chiappetta, *Nuova disciplina del recesso da società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 487 ss.

M. Cian, *Riscatto della partecipazione vs esclusione del socio nella s.r.l.*, in *Nuove leggi civ.*, 2020, 1192 ss.

M. Cian, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *Riv. soc.*, 2010, 301 ss.

E. Cicatelli, *Partecipazioni paritetiche e stalli decisionali: atipicità e meritevolezza della russian roulette clause*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, II, 896 ss.

C. Cincotti, *Art. 2436-2437 sexies. Deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni. Diritto di recesso. Termini e modalità di esercizio. Criteri di determinazione del valore delle azioni. Procedimento di liquidazione. Disposizioni speciali per le società con azioni quotate in mercati regolamentati. Azioni riscattabili.*, in *Commentario del Codice Civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Bologna, Zanichelli, 2026.

N. Ciocca, *Alcune considerazioni su prelazione e recesso nella s.r.l.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 463 ss.

S. J. Cleveland, *Appraisal Rights And "Fair Value"*, in *Cardozo L. Rev. Volume 43 Issue 3*, 2022, 921 ss., disponibile presso <https://cardozolawreview.com/appraisal-rights-and-fair-value/>.

F. Colognato, L. Salvatore, *Azioni redimibili e azioni riscattabili*, in *La rivista delle operazioni straordinarie*, 2017, 9 ss.

G. Condò, T. Mazzola, *Dal Tag-Along al Drag-Along: il notaio e le strategie redazionali per la Co-Vendita*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 4 aprile 2025.

Consiglio Nazionale del Notariato - Quesito n. 22/2007/I, *Società a responsabilità limitata: clausola di esclusione del socio per esercizio di attività concorrenti*, di D. Boggiali, A. Ruotolo.

Consiglio Nazionale del Notariato - Quesito n. 185-2009/I, *Costituzione di impresa sociale controllata da associazione e clausole statutarie*, di D. Boggiali, A. Ruotolo, in *Studi e materiali*, 2009, 1655 e in *CNN Notizie* del 10 settembre 2009.

Consiglio Nazionale del Notariato - Quesito n. 268/2009/I, *Esclusione del socio di S.r.l. e perdita integrale del capitale sociale*, di M. Citrolo, A. Paolini.

Consiglio Nazionale del Notariato - Quesito di Impresa n. 94-2017/I, *Clausola statutaria di esclusione in caso di pignoramento quota di s.r.l.*, in *CNN Notizie* del 9 settembre 2015.

Consiglio Nazionale del Notariato - Studio n. 5301/I, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Studi e Materiali CNN*, 1/2005, di N. Abriani.

Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 212-2008/I - La disciplina statutaria dell'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Studi e materiali CNN*, 4/2009, di M. Citrolo.

Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 125-2025/I - Le clausole antistallo che estromettono un socio paritetico dalla società (russian roulette, texas shoot-out e altre)*, approvato telematicamente dalla Commissione Studi d'Impresa il 15 marzo 2026, di C.A. Busi.

Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 126-2025/I - Lo stallo decisionale nell'organo amministrativo delle società*, approvato telematicamente dalla Commissione Studi d'Impresa il 15 marzo 2026, di C.A. Busi.

Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 158-2012/I - Questioni in tema di prelazione statutaria*, approvato dalla Commissione studi d'Impresa il 18 luglio 2012, di M. Maltoni.

Consiglio Nazionale del Notariato, *Studio n. 298-2016/I - La costituzione di nuova società a partecipazione mista pubblica - privata: statuti delle s.p.a., delle s.r.l., speciali categorie di azioni e patti parasociali (art. 17 t.u. società a partecipazione pubblica)*, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa l'1 dicembre 2016, di M. Maltoni e A. Ruotolo.

S. Cools, *The Validity and Enforceability of Tag Along and Drag Along Clauses: A Comparative Analysis*, 15 febbraio 2019, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3334843> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3334843>.

D. Corapi, *Joint-venture (aspetti societari)*, in *Digesto*, 1992.

D. Corsico, *Le partecipazioni sociali a tempo e auto-estinguibili*, in *Quaderni DB* 1° giugno 2021 - *Categorie di partecipazioni e condizioni soggettive del socio*, a cura di G. A. Rescio, 97 ss.

E. Cossu, *Azioni redimibili. Commento all'Orientamento numero 5 del 2016 della Commissione del Consiglio notarile di Roma*, in *Quaderni DB*, n. 1/2019 – *Orientamenti notarili commentati in materia di diritto societario*, a cura di A. Sacco Ginevri, 129 ss.

M. Costanza, *Clausole di roulette russa all'italiana*, in *Riv. not.*, 2023, 1329 ss.

A. Daccò, *"Diritti particolari" e recesso dalla s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2013.

C. D'Alessandro, *"Patti di co-vendita" (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 373 ss.

A. D'Amico, *Le clausole di covendita e trascinamento*, in *Studium Iuris*, 2020, 1221 ss.

- A. De Costa, *Le azioni redimibili*, in *Azioni e altri strumenti finanziari*, a cura di C. Marchetti, Torino, Giappichelli, 2021, 1 ss.
- A. Del Bianco, D. Proverbio, *Opzioni put e divieto di patto leonino*, in *Le Società*, 2014, 688 ss.
- M. Del Linz, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, 1072 ss.
- L. Delli Priscoli, *Il recesso dalle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2024.
- N. De Luca, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, 65 ss.
- N. De Luca, *Dal socio leone all'agnello sacrificale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo definito*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2021, 70 ss.
- N. De Luca, *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 81 ss.
- N. De Luca, *"Muschio selvaggio": ossia, lo stallo di una società tra artisti (a proposito di clausole di roulette russa e Texas shootout)*, in *Le Società*, 2024, 467 ss.
- N. De Luca, *"Roulette russa" ed equa valorizzazione: tra sociale, parasociale, equivoci e preconcetti*, in *Riv. not.*, 2023, 1217 ss.
- N. De Luca, *"Roulette russa" ed equa valorizzazione: tra sociale, parasociale, equivoci e preconcetti*, in *ODC*, 2024, 257 ss.
- N. De Luca, *Una rivoltella puntata alla tempia (a proposito di clausole della roulette russa)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 862 ss.
- N. De Luca, *Validità delle clausole di trascinamento ("Drag-along")*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, 174 ss.

N. De Luca, *Vengo anch'io: no, tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinarsi*, in *AGE*, 2021, 329 ss.

N. De Luca, M. Ferrante, *Clausole di trascinarsi e accodamento (drag- e tag-along)*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, tomo I, Milano, Giuffrè, 2016, 683 ss.

P. De Martinis, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 386 ss.

G. De Nova, *Il contratto alieno*, Torino, Giappichelli, 2010.

I. De Sandoli, *Sub art. 2527*, in *Codice delle società*, a cura di N. Abriani, Torino, Utet, 2016, 2552 ss.

C. Di Bitonto, *Clausola statutaria di drag-along: chi era costei?*, in *Le Società*, 2008, 1378 ss.

C. Di Bitonto, *La Suprema Corte fa il punto sul riscatto azionario, quale valida sanzione dell'inadempimento delle prestazioni accessorie ex art. 2345 c.c.*, in *Le Società*, 2024, 449 ss.

C. Di Bitonto, *L'inquadrimento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 sexies c.c.*, in *Le Società*, 2008, 415 ss.

C. Di Bitonto, *Validità della clausola statutaria di ... "whatever leaver", collegata ad un piano di incentivazione per i dipendenti*, in *Le Società*, 2022, 282 ss.

V. Di Cataldo, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, III, Torino, Utet, 2007.

V. Di Cataldo, *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, a cura di F. Barachini, Milano, 2018.

M. Cavanna, *Rapporto societario e scambio mutualistico: la definitiva affermazione della tesi dualistica*, in *Le Società*, 2024, 1360 ss.

G. Di Cecco, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, Giappichelli, 2013.

G. Di Cecco, *Recesso convenzionale e convertibilità automatica delle azioni con determinazione convenzionale del valore dei titoli. Note a margine del parere del Consiglio di Stato sulle regole statutarie della Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. e del successivo intervento del legislatore*, in *Ianus*, 2012, 279 ss.

M.C. Diener, *Il contratto in generale*, 2021, Milano, Giuffrè.

P. Divizia, *Clausola di prelazione in favore di terzo estraneo alla compagine sociale nella s.p.a.*, in *Notariato*, 2012, 574 ss.

P. Divizia, *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Notariato*, 2011, 395 ss.

P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, Milano, Ipsoa, 2013.

P. Divizia, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009, 157 ss.

P. Divizia, *Patto di opzioni put and call*, in *Notariato*, 2017, 343 ss.

P. Divizia, *Patto parasociale di russian roulette*, in *Società*, 2018, 434 ss.

V. Donativi, *Patti parasociali*, Torino, Giappichelli, 2022.

M. D'Onofrio, *Riflessioni su potestatività e arbitraggio di parte sul prezzo, a partire da una recente sentenza della Suprema Corte*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, 374 ss.

E. Doria, *L'ammissibilità della clausola "russian roulette" ed il suo perimetro negoziale nuovamente al vaglio della giurisprudenza*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, 129 ss.

A. M. D'Orta, *Russian roulette clause: patto parasociale a prescindere?*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, 525 ss.

L. Enriques, C.A. Nigro, *No Private Ordering Please, We're Italian*, in *LawFin Working Paper No. 56, European Corporate Governance Institute - Law Working*

Paper No. 832/2025, 1 marzo 2025, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5183266> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5183266>.

M.M. Erede, *Sub art. 2344, in Costituzione - Conferimenti*, in P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Egea – Giuffrè, 447 ss.

L. Fabbrini, *Validità delle clausole di drag-along*, in *Giur. comm.*, 2009, 1034 ss.

M. Facci, *La clausola di roulette russa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 765 ss.

G. Ferri Jr, *Prelazione statutaria e riscatto azionario*, in *Giur. comm.*, 2015, 299 ss.

A. Figone, *Limiti statutari alla circolazione delle azioni*, in *Le Società*, 1997, 1304 ss.

M. Filippelli, *I patti di voto nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2022.

M. Filippelli, *Patti parasociali di voto, promessa del fatto del terzo e deroghe convenzionali ai quozienti assembleari*, in *Giur. comm.*, 2022, 274 ss.

M. Filippelli, *Patto parasociale di voto a favore di terzo e legittimità del patto di nomina degli amministratori per una durata superiore al triennio*, in *Giur. comm.*, 2023, 263 ss.

L. Filippone, *Autonomia statutaria, exit del socio di S.r.l. ed equa valorizzazione della quota del socio uscente*, in *Notariato*, 2025, 525 ss.

A. Fisch, *A lesson from startups: contracting out of shareholder appraisal*, in *Iowa Law Review*, 2021, 941 ss., disponibile presso https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3667058.

H. Fleischer, S. Schneider, *Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations*, in *ECFR*, 2012, 35 ss.

E. Fratini, L. Trabacca, *Clausole di drag along e principio di equa valorizzazione del socio. Spunti critici*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2024, 818 ss.

J.M. Fried, M. Ganor, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, in *NYU Law Rev.*, 2006, 967 ss.

C. Frigeni, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2009.

A. Frignani, M. Torsello, *Il contratto internazionale*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, vol. XII, Cedam, Padova, 2010.

G. Gagliardi – M. Molinari, *Società 50-50, come risolvere eventuali dissidi?*, in *Amministrazione & Finanza*, 2013, 49 ss.

D. Galletti, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2000.

L. Genghini, P. Simonetti, *Le società di capitali e le cooperative*, Milano, Wolters Kluwer Cedam, 2022.

A. Gervasoni, F. L. Sattin, *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, Guerini Next, 2020.

P. Ghionni Crivelli Visconti, *Art. 2355 bis*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, I, Milano, 2016, 673 ss.

C.F. Giampaolino, *Clausola di co-vendita (drag along) ed «equa» valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, 523 ss.

C.F. Giampaolino, *Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione*, in *ODC*, 2024, 230 ss.

C.F. Giampaolino, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, 148 ss.

A. Giampieri, *Partecipazione azionaria temporanea, put a prezzo preconcordato del diritto di exit*, in *Contr. impr.*, 2019, 297 ss.

M. Giannini, *Clausole di drag along e tag along*, in *Clausole negoziali*, II, a cura di M. Confortini, Torino, Utet, 2019, 1237 ss.

S. Gilotta, *Recesso e governo delle società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2024.

P. Giudici, P. Agstner, *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2019, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3433366> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3433366>.

M. B. Giurato, *Liquidazione del socio nel recesso convenzionale da s.p.a.: tra legge e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 690 ss.

S. Gomtsian, *Private Ordering of Exit in Limited Liability Companies: Theory and Evidence from Business Organization Contracts*, in *Amsterdam Business Law Journal*, 2016, 677 ss.

D. Gordon Smith, *The Exit Structure of Venture Capital*, in *53 UCLA Law Review*, 2005, 315 ss.

R. Grimaldi, *La validità della russian roulette e il problema dell'equa valorizzazione: si può fare di più*, in *Foro it.*, 2023, 3515 ss.

P. Guaragnella, *Diritto di disinvestimento: un'analisi comparatistica tra diritto di recesso e appraisal right statunitense*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 766 ss.

R. Hauwald – U. Hege, *Ownership and Control in Joint Ventures: Theory and Evidence*, 2006, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=302924> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302924>.

J. Hewitt, S. Howley, J. Parkes, *Hewitt on Joint Ventures*, Sweet & Maxwell, Londra, 2024.

F.A. Hilliges, *La prelazione "societaria": fra efficacia reale della clausola e tutela reale dei soci pretermessi*, in *Le Società*, 2022, 580 ss.

A.O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1970.

D. M. Ibrahim, *The New Exit in Venture Capital*, in 65 *Vanderbilt Law Review*, 2012, 1 ss.

D. Iorio, *Clausole put: l'impegno al riacquisto con plusvalenza garantita viola il divieto di patto leonino?*, in *Le Società*, 2023, 1359 ss.

M.I. Lacave, B. Gutierrez, *Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-along and Drag-along Clauses*, in *European Business Organization Law Review*, 11, 2010, 423 ss.

C.M. Landeo, K.E. Spier, *Shotgun and Deadlocks*, in *Yale Journal on Regulation*, 2014, 143 ss.

M. Libertini, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, IV, Torino, Utet, 2007, 463 ss.

M. Libertini, *Limiti di validità dei patti parasociali*, in *RULES (Research Unit Law and Economics Studies) Bocconi*, Paper No. 2013-7.

C. Licini, *Un preoccupante disinteresse: lo statuto standard di start-up innovativa*, in *Notariato*, 2016, 105 ss.

C. Limatola, *L'incerto equilibrio della clausola di roulette russa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2024, 807 ss.

C. Limatola, *Lo "Stallo decisionale" nelle S.P.A. Disciplina legale ed autonomia statutaria*, Torino, Giappichelli, 2024.

Lodo arbitrale 29 luglio 2008, Arbitro Unico Alberto Mazzoni, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 493 ss.

- R. Lolli, *Specificità delle clausole di esclusione del socio nello statuto delle cooperative*, in *Le Società*, 2007, 1107 ss.
- S. Luoni, M. Cavanna, *Ancora sulla prelazione statutaria nelle s.r.l., nei trasferimenti inter vivos*, in *Giur. it.*, 2023, 887 ss.
- S. Luoni, *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*, in *Giur. it.*, 2011, 2584 ss.
- S. Luoni, *Patto parasociale tra problemi di forma e conseguenze in caso di inadempimento*, in *Giur. it.*, 2018, 398 ss.
- F. Macario, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, Jovene, 1996.
- J. Macey, *The Nature of Conflicts of Interest within the Firm*, in *Journal of Corporation Law*, 2006, 613 ss.
- E. Macrì, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, Giappichelli, 2007.
- E. Macrì, *Patto parasociale di prelazione e di covendita e denuntiatio*, in *Riv. dir. soc.*, II, 2007, 102 ss.
- F. Magliulo, *Il recesso e l'esclusione in La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di M. Maltoni, F. Tassinari, F. Magliulo, C. Caccavale, Milano, Ipsoa, 2007, 247 ss.
- F. Magliulo, *La fusione delle società*, Milano, Ipsoa, 2009.
- F. Magliulo, *La scissione delle società*, Milano, Ipsoa, 2012.
- E. Malimpensa, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 655 ss.
- E. Malimpensa, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 375 ss.

D. Maltese, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, in *Giur. Comm.*, 2022, 1064 ss.

M. Maltoni, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, 307 ss.

M. Maltoni, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in *Le acquisizioni societarie*, a cura di M. Irrera, Bologna, Zanichelli, 2011, 429 ss.

M. Maltoni, *Sulla riscattabilità delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Le Società*, 2019, 149 ss.

M. Maltoni, F. Tassinari, *La trasformazione delle società*, Milano, Ipsoa, 2011.

G. Maniglio, *Alcune note in materia di partecipazioni sociali riscattande e con termine finale di durata*, in *Fallimenti e Società*, 29 novembre 2018, 1 ss.

L. Marchegiani, *L'obbligo e il diritto di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Torino, Giappichelli, 2011 247 ss.

J. Martinez Rosado, *Los pactos parasociales*, Madrid, Marcial Pons, 2017.

Massima H.H.8 - Comitato Interregionale dei Consiglio Notarili delle Tre Venezie, *Previsione di un premio di maggioranza o di uno sconto di minoranza nella clausola statutaria di valorizzazione delle azioni per il caso di recesso*, 1° pubbl. 9/15 – motivato 9/15.

Massima H.H.15 - Comitato Interregionale dei Consiglio Notarili delle Tre Venezie, *Derogabilità del procedimento legale in caso di recesso per cause convenzionali*, 1° pubbl. 9/20 - motivato 9/21 -modif. 10/23.

Massima H.I.5 - Comitato Interregionale dei Consiglio Notarili delle Tre Venezie, *Legittimità delle clausole di gradimento o di intrasferibilità*, 1° pubbl. 9/04.

Massima H.I.6 - Comitato Interregionale dei Consiglio Notarili delle Tre Venezie, *Legittimità delle clausole di mero gradimento*, 1° pubbl. 9/04.

Massima H.I.9 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Patti successori e limiti al trasferimento mortis causa*, 1° pubbl. 9/04.

Massima H.I.14 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Requisiti formali dell'offerta di prelazione*, 1° pubbl. 9/04.

Massima H.I.15 - Comitato Interregionale dei Consiglio Notarili delle Tre Venezie, *Clausola di prelazione cumulativa*, 1° pubbl. 9/04

Massima H.I.16 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Prelazione e trasferimenti a titolo gratuito o con corrispettivo infungibile*, 1° pubbl. 9/04.

Massima H.I.18 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Prelazione e usufrutto*, 1° pubbl. 9/04 – modif. 9/15 - motivato 9/15.

Massima H.I.19 - Comitato Interregionale dei Consiglio Notarili delle Tre Venezie, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie azioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro* - 1° pubbl. 9/06 – modif. 9/17 – motivato 9/17.

Massima H.I.29 - Comitato Interregionale dei Consiglio Notarili delle Tre Venezie - *Legittimità della clausola di riscattabilità delle azioni del socio inattivo o irreperibile* – 1° pubbl. 9/19 – motivato 9/19.

Massima I.H.13 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Limiti alle clausole statutarie volte a determinare il valore della partecipazione in caso di recesso per cause legali*, 1° pubbl. 9/05 – modif. 9/20 – motivato 9/21.

Massima I.H.16 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Esercizio del recesso subordinato ad una liquidazione minima*, 1° pubbl. 9/05.

Massima I.H.19 - Comitato Interregionale dei Consiglio Notarili delle Tre Venezie, *Legittimità della clausola di esclusione del socio che sia una società legata alla modifica non autorizzata della sua compagine sociale* – 1° pubbl. 9/15 – motivato 9/15.

Massima I.H.20 - Comitato Interregionale dei Consiglio Notarili delle Tre Venezie, *Legittimità della clausola di esclusione del socio inattivo o irreperibile* - 1° pubbl. 9/19 – motivato 9/19.

Massima I.H.21 - Comitato Interregionale dei Consiglio Notarili delle Tre Venezie, *Limiti alle clausole di determinazione del valore di liquidazione in caso di recesso per cause convenzionali*, - 1° pubbl. 9/20 – motivato 9/21.

Massima H.I.30 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Clausola di prelazione in favore di non soci*, 1° pubbl. 9/20 – motivato 9/21.

Massima H.I.31 - Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Operatività della clausola di prelazione a favore di non soci - Tecniche redazionali ed autonomia statutaria*, 1° pubbl. 9/20 – motivato 9/21.

Massima n. 5 della Commissione del Consiglio Notarile di Roma, *Azioni redimibili*, in *Riv. not.*, 2016, 766-767.

Massima n. 8 della Commissione del Consiglio Notarile di Roma, *Clausole di co-vendita e di trascinamento: possibilità di introduzione a maggioranza*, 2013.

Massima n. 66/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Le partecipazioni sociali a tempo*.

Massima n. 67/2018 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*.

Massima n. 72/2020 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Clausole statutarie di prevenzione/risoluzione dello stallo che non incidono sulle partecipazioni dei soci*.

Massima n. 73/2020 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *La clausola "Russian roulette": rilevanza organizzativa e autonomia statutaria*.

Massima n. 87/2024 - Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Riscatto ad nutum nelle società di capitali*.

Massima n. 31 Consiglio notarile Milano, *Introduzione o rimozione di limitazioni alla circolazione di partecipazioni di s.r.l. (artt. 2469 e 2473 c.c.)*, 19 Novembre 2004, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/31/>.

Massima n. 32 Consiglio notarile Milano, *Condizioni di efficacia delle clausole di mero gradimento nella s.p.a. (art. 2355-bis c.c.)*, 19 Novembre 2004, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/32/>.

Massima n. 39 Consiglio notarile Milano, *Diritti particolari dei soci nella s.r.l. (art. 2468, comma 3, c.c.)*, 19 Novembre 2004, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/39/>.

Massima n. 51 Consiglio notarile Milano, *Predeterminazione del valore delle azioni in caso di deliberazioni che attribuiscono diritto di recesso (art. 2437-ter c.c.)*, 19 novembre 2004, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/51/>.

Massima n. 74 Consiglio notarile Milano, *Cause convenzionali di recesso (artt. 2437 e 2473 c.c.)*, 22 Novembre 2005, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/74/>.

Massima n. 85 Consiglio notarile Milano, *Limiti di efficacia della clausola di prelazione c.d. "impropria" negli statuti di s.p.a. (art. 2355-bis c.c.)*, 15 Novembre 2005, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/85/>.

Massima n. 86 Consiglio notarile Milano, *Clausola di prelazione c.d. "impropria" negli atti costitutivi di s.r.l. (art. 2469 c.c.)*, 15 Novembre 2005, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/86/>.

Massima n. 88 Consiglio notarile Milano, *Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di "covendita" delle partecipazioni (artt. 2355-bis e 2469 c.c.)*, 22 novembre 2005, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/88/>.

Massima n. 99 Consiglio notarile Milano, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto (art. 2437-sexies c.c.)*, 18 maggio 2007, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/99/>.

Massima n. 126 Consiglio notarile Milano, *Ripartizione non proporzionale del corrispettivo della vendita o del riscatto di partecipazioni sociali (artt. 2348 e 2468 c.c.)*, 5 marzo 2013, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/126/>.

Massima n. 153 Consiglio notarile Milano, *Riscattabilità delle quote della s.r.l. (artt. 2469 e 2473-bis c.c.)*, 17 maggio 2016, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/153/>.

Massima n. 179 Consiglio notarile Milano, *Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI (art. 26, comma 6, d.l. 179/2012; art. 2474 c.c.)*, 27 novembre 2018, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/179/>.

Massima n. 181 Consiglio notarile Milano, *Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cowboy») (artt. 2437-sexies, 2473-bis c.c.)*, 9 luglio 2019, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/181/>.

Massima n. 190 Consiglio notarile Milano, *Azioni e quote «auto-estinguibili»*, 16 giugno 2020, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/190/>.

Massima n. 198 Consiglio notarile Milano, *Penali statutarie e liquidazione delle azioni in caso di riscatto o esclusione (artt. 2342, 2345, 2437-sexies, 2473-bis c.c.)*, 23 novembre 2021, disponibile presso <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/massima-n-198-del-23-novembre-2021-penali-statutarie-e-liquidazione-delle-azioni-in-caso-di-riscatto-o-esclusione-artt-2342-2345-2437-sexies-2473-bis-c-c/>.

M. Maugeri, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, Giuffrè, 2010.

M. Maugeri, *Venture capital, preferenze di liquidazione e conflitti tra soci*, in ODC, 2024, 244 ss.

M. Maugeri, *Se sia legittimo introdurre nello statuto una clausola che attribuisce alla società la facoltà di «riscattare» le proprie azioni*, in *Società di capitali. Casi e materiali*, a cura di A. Gambino, Torino, Giappichelli, 2006.

G.A. Mazza, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di «private equity» e «venture capital»*, Milano, Egea, 2017.

S. Mazzamuto, *Clausola di roulette russa*, in *Clausole Negoziali*, a cura di M. Confortini, Torino, Utet, 2019, 1205 ss.

E. Mazzoletti, *Ancora sulla validità della put option con prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino*, in *Notariato*, 2018, 635 ss.

E. Mazzoletti, *Put option e patto leonino: un divieto ancora attuale?*, in *Notariato*, 2016, 489 ss.

E. Mazzoletti, *Valida la «russian roulette clause»*, in *Notariato*, 2018, 301 ss.

A. Mazzoni, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, in *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989*, a cura di A. Crivellaro, 2017, Milano, Giuffrè, 211 ss.

I. Mecatti, *Il diritto di recesso da società a responsabilità limitata*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2023.

V. Meli, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1991.

G.D. Mosco, C.A. Nigro, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in *AGE*, 2021, 257 ss.

F. Mosetto, *Questioni di costituzionalità dello squeeze-out in Italia e in Germania*, in *Giur. it.*, 2024, 369 ss.

R. Navarra, *Lo squeeze-out nella Aktiengesellschaft. Riflessioni sull'ammissibilità nelle S.p.a. mediante apposita clausola statutaria*, in *Le Società*, 2016, 670 ss.

A. Negri-Clementi, N. Perricone, *Modifiche statutarie e clausole di circolazione della partecipazione: una questione di quorum o di equa valorizzazione?*, in *Società*, 8-9, 2015, 960 ss.

New Enterprise Associates 14, L.P., et al. v. Rich, C.A. No. 2022-0406-JTL, (Del. Ch. May 2, 2023).

C.A. Nigro, L. Enriques, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 2021, 149 ss.

C.A. Nigro, D. Maltese, *Private equity, fusioni e rinuncia all'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2022, 636 ss.

C.A. Nigro, J. Stahl, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, disponibile presso <https://doi.org/10.1007/s40804-020-00196-7>.

C.A. Nigro, *Venture Capital-backed Firms e Trade Sales tra shareholder value maximization ed equa valorizzazione della partecipazione sociale* (Tesi di dottorato discussa presso la LUISS «Guido Carli» in data 18 giugno 2019), disponibile all'indirizzo <https://iris.luiss.it/retrieve/handle/11385/201081/109952/20190618-nigro.pdf>.

M. Notari, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in *AGE*, 2021, 383 ss.

M. Notari, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, Torino, Utet, 2007, 591 ss.

M. Notari, *Roulette russa ed equa valorizzazione (appunti a margine di Cass. 22375/2023)*, in *Riv. not.*, 2024, 11 ss.

G. Oppo, *Contratti parasociali*, Milano, Vallardi, 1942.

G. Oppo, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, 517 ss.

G. Oppo, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. not.*, 1987, 647 ss.

A. Paciello, *Commento all'art. 2437 sexies c.c.*, in *Società di capitali*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, 1145 ss.

I. Pagni, *Nullità del contratto - Il "sistema" delle impugnative negoziali dopo le Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2015, 70 ss.

E. Panzarini, *Il contratto di opzione*, Milano, Hoepli, 2007.

C. Pasquariello, *La clausola di roulette russa tra meritevolezza e validità*, in *Le Società*, 2021, 144 ss.

M.L. Passador, *Disciplina applicabile al riscatto di quote di s.r.l. e tutela offerta dai criteri di valorizzazione della partecipazione*, in *Giur. it.*, 2023, 1345 ss.

M.L. Passador, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, in *Giur. comm.*, 2019, 285 ss.

M.L. Passador, *Patti parasociali nella S.r.l.: efficacia obbligatoria e profili procedurali*, in *Giur. it.*, 2023, 131 ss.

M.L. Passador, *Sull'ammissibilità della liquidazione della partecipazione del socio recedente al nominale: il caso CDP*, in *Giur. it.*, 2020, 2168 ss.

M. Passarelli, *Socio di minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del «trascinatore»? analisi delle clausole «tag, drag e bring along»*, in *Rivista notarile*, 2013, 65 ss.

K. Peci, *La conversione delle azioni Cassa depositi e prestiti s.p.a.: il parere del Consiglio di Stato*, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, 623 ss.

G. L. Pellizzi, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, 113 ss.

G. Percoco, *Nota sulla natura del modello standard di atto costitutivo della società a responsabilità limitata semplificata*, in *Società*, 2016, 261 ss.

F. Perreca, *La clausola di accodamento (c.d. tag-along): si attiva per il trasferimento della nuda proprietà delle azioni o per l'acquisto del controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 453 ss.

F. Perreca, *La clausola di russian roulette e il superamento dello stallo decisionale (deadlock)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 939 ss.

M. Perrino, *Commento agli artt. 2341 bis - 2341 ter*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, tomo I, Milano, 2016, 322 ss.

M. Perrino, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, Giuffrè, 1997.

M. Perrino, *Società di diritto "singolare" e clausole derogatorie sul rimborso di azioni per cause statutarie di recesso ulteriori a quelle legali*, in *Le Società*, 2020, 1105 ss.

F. Pezone, *Le partecipazioni sociali a tempo. Commento all'Orientamento numero 66 del 2018 dell'Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*, in *Quaderni DB*, n. 1/2019 – *Orientamenti notarili commentati in materia di diritto societario*, a cura di A. Sacco Ginevri, 18 ss.

A. Pisani Massamormile, *Conferimenti in s.p.a. e formazione del capitale*, Napoli, Jovene, 1992.

P. Piscitello, *Sub art. 2437 ter*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, tomo II, Milano, Giuffrè, 2016, 2527 ss.

P. Piscitello, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a.*, Torino, Giappichelli, 2018.

D. Piselli, *Il principio di "equa valorizzazione" della partecipazione sociale è riferibile solo all'uscita del socio dalla società?*, in *Società*, 8-9, 2015, 968 ss.

L. Ponti, P. Panella, *La «preferenza» nel diritto societario e successorio*, Milano, Giuffrè, 2003.

G.B. Portale, *Patti parasociali con "efficacia corporativa" nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, 1 ss.

L. Ponti, P. Panella, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, Giuffrè, 2006.

A. Postiglione, *Alcune riflessioni sulle società a responsabilità limitata partecipate da soci con quote paritetiche*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, 261 ss.

A. Postiglione, *Sub art. 2437 ter*, in *Codice delle società*, a cura di N. Abriani, Torino, Utet, 2016, 1632 ss.

M. M. Pratelli, *Rinnovo di patti parasociali e opzioni put & call*, in *Giur. comm.*, 2010, 931 ss.

D. Proverbio, *I patti parasociali*, Milano, Ipsoa, 2004.

Relazione alla riforma del diritto societario 2003 (Schema di decreto legislativo recante: “*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*”).

E. Ratti, *Questioni in tema di socio moroso di s.r.l. per inadempimento dei conferimenti promessi*, in *Giur. it.*, 2021, 2133 ss.

G.A. Rescio, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, Torino, Utet, 2006.

G.A. Rescio, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596 ss.

G.A. Rescio, *Regolamentazione statutaria dell’investimento azionario: unanimità o maggioranza nell’introduzione della clausola di drag-along*, in *Giur. comm.*, 2012, 1055 ss.

G.A. Rescio, *Stalli decisionali e roulette russa*, in *Patrimonio sociale e governo dell’impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.E. Colombo*, a cura di G.A. Rescio, M. Speranzin, Torino, Giappichelli, 2020, 355 ss.

P. Reviglione, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2008.

V. Roppo, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato a cura di Iudica e Zatti*, Milano, 2011.

R. Rordorf, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Le Società*, 2003, 923 ss.

R. Rordorf, *Il socio sull’uscio: tra la dichiarazione di recesso e la liquidazione della quota*, in *Le Società*, 2026, 51 ss.

L. Rossano, *La natura e la validità della clausola di drag along*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 124 ss.

M. Rossi, *La determinazione del valore delle azioni del recedente nella prassi e nella giurisprudenza*, in *Rivista del notariato*, 2025, 1028 ss.

- R. Sacco, *Il contenuto (l'autonomia)*, in *Tratt. Rescigno*, X, Torino, Utet, 2002, 347 ss.
- I. Sàez Lacave, N. Bermejo Gutierrez, *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad*, in *InDret*, 2007.
- V. Salafia, *L'esclusione del socio nelle società commerciali*, in *Le Società*, 2020, 553-554.
- V. Salafia, *Squeeze out statutario*, in *Le Società*, 2007, 1450 ss.
- G. Salatino, *Un'introduzione al Venture Capital*, in *Giur. comm.*, 2024, 805 ss.
- G.G. Salvati, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2011.
- L. Sambucci, *Patti parasociali e fatti sociali*, Milano, Giuffrè, 2018.
- P. M. Sanfilippo, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2015, 159 ss.
- P. M. Sanfilippo, *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *NLCC*, 2014, 1035 ss.
- R. Santagata, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni «redimibili» (una rilettura del divieto del patto leonino nella spa riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, 537 ss.
- A. Santoro, *L'OPA endosocietaria*, in *Amministrazione & Finanza*, 2017, 52 ss.
- L. Sasso, *Corporate Governance and the Role of Hybrid Financial Instruments in the UK and US*, in *Corporate Finance and Capital Markets Law Review*, 27 settembre 2011, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1934276>.
- G. Sbisà, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag-along)*, in *Contr. impr.*, 2015, 627 ss.

K. U. Schmolke, *Expulsion and Valuation Clauses – Freedom of Contract vs. Legal Paternalism in German Partnership and Close Corporation Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2012, 307 ss., disponibile presso SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1986799.

B. Sciannaca, *Russian roulette clause*, in *Giur. comm.*, 2019, 861 ss.

G. Scognamiglio, *Le scissioni*, in G.E. Colombo e G.B. Portale, *Trattato delle società per azioni*, 2004, Vol. 7.2.

R. Scognamiglio, *Dei contratti in generale*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro italiano, 1970.

I. Scotti, *Clausola di Drag-along e principio maggioritario*, in *Notariato*, 2015, 620 ss.

P. Sfameni, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008.

M. Speranzin, *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da S.r.l. e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 878 ss.

M.S. Spolidoro, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285 ss.

M.S. Spolidoro, *Ancora una volta a caccia con i leoni. Note critiche sulla recente giurisprudenza di merito su opzioni put e divieto dei patti leonini*, in *Giur. it.*, 2021, 632 ss.

M.S. Spolidoro, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *Rivista del notariato*, 2023, 255 ss.

L.A. Stabile, *La validità della c.d. russian roulette clause nei patti parasociali*, in *Il Corriere giuridico*, 2021, 1413 ss.

A. Stabilini, N. Trapani, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 949 ss.

M. Stella Richter Jr, A. Pontecorvi, *Recesso ed esclusione dalle società di capitali*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2022.

M. Stella Richter, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 389 ss.

M. Stella Richter, *Recesso dalla Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. e quantificazione del valore della partecipazione*, in *Riv. soc.*, 2020, 899 ss.

M. Stella Richter jr., *Russian roulette clause e new Italian style delle sentenze*, in *Riv. not.*, 2024, 19 ss.

M. Tabellini, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*, in *Giur. it.*, 2018, 1136 ss.

F. Tesse, *Clausole di roulette russa: tra legittimità statica e sviluppi dinamici*, in *Riv. not.*, 2021, 336 ss.

R. B. Thompson, *Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal Role in Corporate Law*, Geo. L.J., 1995, disponibile presso: <https://www.scribd.com/document/342349120/Exit-Liquidity-and-Majority-Rule-Appraisals-Role-in-Corporate-Law>.

E. Timpano, *Le clausole di covendita*, in *Riv. not.*, 2019, 465 ss.

A. Toffoletto, *Diritto di recesso e autonomia statutaria nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2004.

L. Tormen, *La Cassazione sgombera il campo da ogni dubbio sulla validità della clausola di roulette russa nei patti parasociali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2024, 85 ss.

A. Tucci, *La meritevolezza dei patti parasociali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 22 ss.

F. Urbani, *Il diritto di acquisto (squeeze-out) nel contesto delle OPA: un fondamentale strumento per il buon funzionamento del mercato dei capitali*, in *Le Società*, 2023, 1378 ss.

M. Ventoruzzo, *Accordo di riacquisto quote, disciplina del recesso e dell'esclusione del socio e rapporti tra statuto e accordi parasociali*, in *Le Società*, 2023, 701 ss.

M. Ventoruzzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 309 ss.

M. Ventoruzzo, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012.

M. L. Vitali, *Le azioni riscattabili*, Milano, Giuffrè, 2013.

R. Weigmann, *Clausola statutaria di covendita*, in *Giur. It.*, 2009, 384 ss.

E. P. Welch, R. S. Saunders, *Freedom and its Limits in the Delaware General Corporation Law*, in *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 33, No. 3, 2008, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1314058>.

G. M. Zamperetti, *Nullità della clausola statutaria di S.r.l. per genericità della previsione delle cause di esclusione del socio*, in *Le Società*, 2020, 1333 ss.

A. Zanardo, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 2006, 738 ss.

A. Zanoni, *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, Cedam, 2010.

A. Zorzut, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino. Commento all'Orientamento numero 67 del 2018 dell'Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*, in *Quaderni DB*, n. 1/2019 – *Orientamenti notarili commentati in materia di diritto societario*, a cura di A. Sacco Ginevri, 29 ss.