

**Dottorato di ricerca in  
Economia e diritto dell'impresa ("Business and Law")  
Università degli studi di Bergamo  
Ciclo XXXVI**

**INVESTIMENTI DI *VENTURE CAPITAL* IN SOCIETÀ DI CAPITALI E CLAUSOLE DI *EXIT*.  
ORDINAMENTO STATUNITENSE E ORDINAMENTO ITALIANO A CONFRONTO**

**DOTTORANDA: ROBERTA IBBA**

**RELATORE: PROF. ENRICO GINEVRA**

**ANNO ACCADEMICO: 2022-2023**

## INDICE

Introduzione e piano del lavoro.....	7
--------------------------------------	---

### PARTE PRIMA IL SISTEMA STATUNITENSE

<b>CAPITOLO 1. LE <i>STARTUP VC-FINANCED</i></b> .....	16
<b>1.1. Storia ed evoluzione del fenomeno</b> .....	16
<b>1.2. I fondi di <i>venture capital</i></b> .....	19
a) Fisionomia, struttura e organizzazione.....	19
b) Modello di <i>business</i> .....	22
<b>1.3. Il ciclo di vita delle <i>venture capital-backed firms</i></b> .....	26
<b>CAPITOLO 2. IL CONTENUTO DEI CONTRATTI DI <i>VENTURE CAPITAL</i></b> .....	28
<b>2.1. Gli accordi tra imprenditori e <i>venture capitalists</i></b> .....	28
a) <i>Preferred stock</i> .....	30
b) Assegnazione di particolari diritti di controllo.....	37
c) <i>Redemption clauses</i> .....	41
d) Accordi di voto.....	42
e) Diritto di <i>drag-along</i> .....	43
f) Clausole antidilutive.....	45

<b>2.2. Altri elementi tipici degli investimenti di <i>venture capital</i></b> .....	46
a) <i>Staged investments</i> .....	46
b) <i>Syndication of investments</i> .....	48
c) La <i>equity-based compensation</i> degli <i>employees</i> . La sostituzione dei <i>managers</i> .....	49

### **CAPITOLO 3. LE PROBLEMATICITÀ IN FASE DI *EXIT* E LE POSSIBILI**

<b>SOLUZIONI</b> .....	53
<b>3.1. I possibili opportunismi dei soci imprenditori</b> .....	54
a) Offerta di acquisto o fusione per un prezzo inferiore alla preferenza liquidatoria.....	54
b) <i>Beach money exits</i> .....	57
<b>3.2. I possibili opportunismi dei soci investitori</b> .....	59
a) <i>Moderate downside</i> .....	59
b) Scadenza del termine di durata del fondo.....	63
<b>3.3. I possibili argini al rischio di comportamenti opportunistici</b> .....	65
a) <i>Renegotiation</i> .....	66
b) Sanzioni reputazionali.....	67
c) La presenza di amministratori indipendenti.....	70
d) Il dovere fiduciario del <i>board of directors</i> .....	73

### **CAPITOLO 4. IL DOVERE FIDUCIARIO DEL *BOARD* NEL CONTESTO DELLE *STARTUP VC-FINANCED***.....

<b>4.1. <i>Case law</i> in tema di doveri fiduciari</b> .....	75
a) <i>Equity-Link Investors, L.P. v. Adams</i> .....	75
b) <i>Orban v Field</i> .....	77
c) <i>In re Trados Inc</i> .....	78
<b>4.2. Le posizioni della dottrina</b> .....	85
a) Le opinioni della dottrina sul caso <i>In re Trados</i> .....	85
b) Soluzioni alternative proposte.....	92

### **CAPITOLO 5. I LIMITI NELL'ESECUZIONE DELLE CLAUSOLE DI *EXIT* DEL CONTRATTO DI INVESTIMENTO. *CASELAW***.....

<b>5.1. Sul diritto di <i>redemption</i></b> .....	97
a) <i>SV Investment Partners, LLC v. Thoughtworks Inc</i> .....	97
b) <i>TVC VI, L.P.v. Trading Screen Inc</i> .....	100
c) <i>Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corporation</i> .....	101
d) <i>Frederick Hsu Living Trust v. Oak Hill Capital Partners</i> .....	105
<b>5.2. Sul diritto di <i>drag-along</i></b> .....	107
a) <i>Halpin v. Riverstone National Inc</i> .....	108
b) <i>Manti Holdings LLC v. Authentix Acquisition Co</i> .....	110
c) <i>Manti Holdings, LLC v. Carlyle Grp. Inc</i> .....	114

### **CAPITOLO 6. ALTRI PROBLEMI**.....

<b>6.1. La governance delle startup</b> .....	118
a) I limiti del tradizionale <i>agency cost model</i> . Regole speciali per le <i>startup</i> ?.....	118
b) Mancanza di controlli adeguati sul <i>management</i> .....	122
<b>6.2. Altre critiche</b> .....	125
a) Limitata area delle imprese finanziate in termini geografici e di settore.....	125
b) Concentrazione del mercato tecnologico.....	126

**PARTE SECONDA  
IL SISTEMA ITALIANO**

**SEZIONE PRIMA  
LA DESCRIZIONE**

<b>PREMESSA. Il contesto legislativo. La riforma societaria del 2003 e la successiva evoluzione normativa</b> .....	130
---	-----

<b>CAPITOLO 1. IL DIVIETO DI PATTO LEONINO E LE OPZIONI DI PUT</b> .....	138
--	-----

<b>1.1. Profili generali</b> .....	138
------------------------------------	-----

<b>1.2. Il divieto di patto leonino e la sua ratio</b> .....	140
--	-----

a) La tesi maggioritaria.....	140
-------------------------------	-----

b) La tesi minoritaria.....	144
-----------------------------	-----

<b>1.3. L'estensione applicativa del divieto. Applicabilità alle società di capitali</b> .....	147
--	-----

a) La tesi della transtipicità del divieto.....	147
---	-----

b) La tesi della non transtipicità del divieto.....	149
---	-----

c) Conseguenze. La clausola di <i>put</i> inserita nello statuto.....	156
---	-----

<b>1.4. L'estensione applicativa del divieto. Applicabilità ai patti parasociali</b> .....	159
--	-----

a) Applicabilità diretta o indiretta dell'art. 2265 c.c.....	159
--	-----

b) Applicabilità dell'art. 1322 c.c.....	160
--	-----

c) Strutturale inapplicabilità dell'art. 2265 c.c. ai patti parasociali.....	163
--	-----

d) Inapplicabilità dell'art. 2265 c.c. ai patti parasociali di società di capitali.....	166
---	-----

<b>1.5. La portata contenutistica del divieto. La sua relativizzazione</b> .....	167
--	-----

<b>1.6. L'orientamento della giurisprudenza</b> .....	172
---	-----

<b>CAPITOLO 2. LE AZIONI REDIMIBILI O RISCATTANDE</b> .....	177
---	-----

<b>2.1. Profili generali</b> .....	177
------------------------------------	-----

a) Obbligo di acquisto posto a carico di un socio.....	178
--	-----

b) Obbligo di acquisto posto a carico della società.....	181
--	-----

<b>CAPITOLO 3. LE CLAUSOLE DI DRAG-ALONG</b> .....	186
--	-----

<b>3.1. Profili generali</b> .....	186
------------------------------------	-----

<b>3.2. Profili di nullità</b> .....	190
<b>3.3. Condizioni di validità</b> .....	192
<b>3.3.1. Il principio di equa valorizzazione</b> .....	192
a) L'assimilazione all'istituto del riscatto.....	194
b) I criteri legali di liquidazione e la loro derogabilità.....	200
c) La predeterminazione di un <i>floor</i> come valore minimo di vendita.....	203
<b>3.3.2. Il dovere fiduciario del socio trascicante</b> .....	204
<b>3.3.3. L'applicazione della disciplina dei limiti alla circolazione delle azioni</b> .....	206
<b>3.4. I rimedi in caso di violazione del patto di co-vendita</b> .....	208
<b>CAPITOLO 4. ALCUNE PROPOSTE DOTTRINALI</b> .....	213
<b>4.1. De iure condito</b> .....	213
a) Il ricorso agli strumenti finanziari partecipativi.....	214
b) Una critica generale all'utilizzo di norme imperative e divieti <i>ex ante</i> .....	217
c) L'adozione di un'interpretazione meno restrittiva delle disposizioni "limitative".....	220
<b>4.2. De iure condendo</b> .....	223

## SEZIONE SECONDA L'ANALISI

<b>PREMESSA</b> .....	227
a) Inquadramento del problema.....	227
b) Piano dell'indagine.....	232
<b>CAPITOLO 1. IL DIVIETO DI PATTO LEONINO NELLE SOCIETÀ DI CAPITALI</b> .....	235
<b>1.1. Verifica della sua <i>ratio</i></b> .....	236
<b>1.2. L'interpretazione sistematica</b> .....	243
<b>1.3. Sulla validità delle opzioni di <i>put</i>. L'art. 2247 c.c.</b> .....	262
<b>1.4. Sulla validità delle azioni redimibili o riscattande</b> .....	267
<b>1.5. Ragioni dell'opportunità di un intervento legislativo</b> .....	270
a) La regola della proporzionalità non assicura la corretta amministrazione.....	271
b) La regola della proporzionalità non è indispensabile alla corretta amministrazione.....	274
c) L'esigenza di finanziamento andrebbe oggi privilegiata.....	278
<b>CAPITOLO 2. IL DIVIETO DI PATTO LEONINO NELLE <i>STARTUP VC-FINANCED</i></b> .....	280
<b>2.1. <i>Start-up VC-financed</i> e <i>ratio</i> del divieto</b> .....	280
a) L'indiretta esclusione dalle perdite non è garanzia di rimborso per il VC.....	281

b) La peculiare struttura finanziaria delle <i>startup VC-financed</i> .....	284
c) Il peculiare modello di governo societario delle <i>startup VC-financed</i> .....	288
<b>2.2. Sulla validità delle opzioni <i>put</i> e delle azioni redimibili</b> .....	290
<b>2.3. Ragioni dell'opportunità di un intervento legislativo</b> .....	292
a) L'esigenza di finanziamento è massima.....	293
b) Il livello di rischio ottimale nelle <i>startup</i> innovative non sempre è quello imposto dal divieto di patto leonino.....	294
<b>2.4. Le conseguenze dell'interpretazione sistematica proposta</b> .....	296
<b>CAPITOLO 3. IL DIRITTO DI <i>DRAG-ALONG</i> E I SUOI LIMITI DI VALIDITÀ</b> .....	299
<b>3.1. Il principio di equa valorizzazione</b> .....	299
a) Sulla sua portata imperativa.....	299
b) Una verifica della sua efficienza.....	306
c) Sull'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437 <i>ter</i> c.c.....	312
<b>3.2. Il dovere fiduciario verso il mandante</b> .....	316
<b>Bibliografia</b> .....	322

## Introduzione e piano del lavoro

L'innovazione è un fattore fondamentale del progresso economico, sinonimo di sviluppo non solo tecnologico e produttivo ma anche sociale. Le imprese ad alto contenuto tecnologico, tuttavia, a causa della natura estremamente rischiosa dell'attività, hanno enormi difficoltà a reperire finanziamenti mediante i classici strumenti di debito quali prestiti bancari, sottoscrizione di strumenti finanziari, obbligazioni etc. In assenza di adeguate risorse, le idee degli imprenditori rimangono semplici idee. Solo con l'affluire di sufficiente capitale è possibile sviluppare i prodotti o progetti imprenditoriali, promuovere l'innovazione e, più in generale, la crescita del sistema economico.

In tutte le maggiori economie di mercato, dunque, è sorto il problema di soddisfare la necessità sempre più pressante delle imprese – e specialmente di quelle innovative - di ricevere adeguati capitali per garantirne crescita e sviluppo.

Nel sistema nordamericano questa esigenza di finanziamento delle imprese innovative è stata - ed è tuttora - soddisfatta in massima parte dai fondi di *venture capital*, ovvero fondi di *private equity* che raccolgono capitale presso investitori professionali per poi investirlo acquistando partecipazioni in *startup* ad alto contenuto tecnologico, allo scopo di ottenere un guadagno dal futuro disinvestimento delle partecipazioni ad una certa scadenza. Molte delle più grandi e profittevoli società americane - come Apple, Google, Microsoft, Amazon, Starbucks - sono nate come *startups* finanziate da *venture capital* (c.d. “venture capital-backed firms” or “startups VC-financed”) <sup>1</sup>. Visto il successo del mercato americano di

---

<sup>1</sup> POLLMAN, *Startup Governance*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, 2019, p. 155 ss. Disponibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3352203](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3352203).

È grazie alle risorse investite dai fondi di VC che gli imprenditori alla guida di questi colossi imprenditoriali hanno potuto sviluppare e vedere realizzato il loro progetto; per citarne alcuni, si pensi a: Bill Gates per Microsoft; Steve Jobs per Apple; Mark Zuckerberg per Facebook; Larry Page e Sergey Brin per Alphabet-Google, Jeff Bezos per Amazon.

*venture capital* e il livello di sviluppo raggiunto, esso è oggi preso d'esempio e studiato in tutto il mondo.

Nel sistema economico italiano, invece, nonostante gli sforzi del legislatore di venire incontro alle richieste delle imprese con diverse riforme, si registra ancora una notevole difficoltà delle imprese a reperire i capitali di cui avrebbero bisogno; il mercato italiano degli investimenti di *venture capital* ha ancora dimensioni assai ridotte e le imprese ad alto contenuto tecnologico sono ancora un numero estremamente limitato<sup>2</sup>.

Diversi sono i fattori che possono spiegare il minore sviluppo del mercato di *venture capital* in Italia. Tra questi: la presenza di un mercato azionario meno liquido<sup>3</sup>, un mercato secondario delle acquisizioni meno sviluppato<sup>4</sup>, un livello locale di "imprenditorialità" più basso<sup>5</sup>, la minore propensione al rischio dei fondi europei, un sistema fiscale meno favorevole per le imprese, e la presenza di un ordinamento societario meno flessibile, non sempre in grado di assecondare le esigenze di imprenditori e finanziatori<sup>6</sup>.

---

<sup>2</sup> Per avere un quadro completo si vedano gli studi condotti dall'Associazione Italiana del Private equity, Venture capital and private debt (AIFI) degli ultimi anni, consultabili sul sito web dell'Associazione. In particolare, vedi "Venture capital monitor, Rapporto Italia 2022", disponibile su: <https://www.aifi.it/it/venture-capital>.

<sup>3</sup> Un mercato azionario meno liquido rende più difficile il disinvestimento delle partecipazioni dei *venture capitalists*, diminuendo le loro possibilità di realizzare un *surplus* mediante *exit* dalla società. NIGRO, ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in AGE, 2021, p. 154, affermano che il livello di capitalizzazione del mercato azionario incide sulle possibilità di effettuare un'offerta pubblica iniziale (IPO) che costituisce tra le principali tecniche di disinvestimento utilizzate dal *venture capitalist*. Ma vedi BROUGHMAN, FRIED, *Do Founders Control Start-Up Firms that Go Public?*, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 405/2018, Harvard Public Law Working Paper No. 18-23, Indiana Legal Studies Research Paper No. 401, Harvard Business Law Review, Vol. 10, 2020. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=3171237>. Gli autori mettono in dubbio che la presenza di un mercato azionario liquido sia un elemento necessario per la costruzione di un solido sistema di investimenti di *venture capital*.

<sup>4</sup> POLLASTRO, *Il finanziamento delle società innovative tramite venture capital*, in *Le società innovative* (II parte), a cura di Cagnasso, Fregonara, in *Giurisprudenza italiana*, 2021, p. 2265.

<sup>5</sup> L'espressione è di NIGRO, ENRIQUES, *op.cit.*, p. 153, i quali la definiscono come funzione del rapporto tra i livelli totali di imprenditorialità e la complessiva spesa nazionale in R&D ("*research and development*").

<sup>6</sup> CAPIZZI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e autonomia statutaria*, paper presentato al convegno tenutosi a Roma il 17-18 settembre 2021 su "La libertà d'impresa", p. 4

Rispetto a quest'ultimo profilo, alcuni autori hanno sottolineato come la maggiore rigidità del nostro sistema impedisca la stipulazione di contratti di investimento in grado di soddisfare realmente gli interessi delle parti coinvolte (fondi di *venture capital* e società del portafoglio)<sup>7</sup>. Il diritto societario italiano - si è detto - sarebbe sostanzialmente incapace di recepire molte delle pattuizioni che costituiscono l'ossatura fondante del modello di investimento dei fondi di *venture capital* che ha avuto successo in America<sup>8</sup>. Numerosi sarebbero infatti i limiti all'autonomia negoziale delle parti che incidono sulla validità di queste pattuizioni, costringendo imprenditori e investitori a formalizzare i propri interessi mediante soluzioni diverse ma non altrettanto efficienti. Ebbene, sarebbero proprio questi limiti a rappresentare uno dei principali fattori che ostacolano lo sviluppo del mercato di *venture capital* e dell'innovazione in Italia, e quindi, più in generale la crescita economica del Paese<sup>9</sup>.

Tra i limiti legislativi più incisivi, si troverebbero alcuni principi generali del nostro ordinamento societario - principi che spesso non si trovano enunciati esplicitamente in disposizioni di legge ma sono stati ricavati implicitamente dalla dottrina per via interpretativa dal complesso delle norme positive - quali, ad esempio, il principio di correlazione potere-rischio e il principio di equa valorizzazione della partecipazione.

Sebbene una parte della dottrina continui a sostenere la necessaria applicazione di questi principi, un'altra parte non li ritiene più giustificati (quanto meno nel contesto di mercato in oggetto). In questo secondo gruppo si colloca sia chi propone un'abolizione o un'attenuazione di certe disposizioni e principi mediante un intervento normativo *ad hoc* in una prospettiva *de iure condendo*; sia

---

dell'estratto disponibile su: <https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dellanno-2021/>.

<sup>7</sup> In questo senso NIGRO, ENRIQUES, *op.cit.*, p. 149 ss.; GIUDICI, AGSTNER, *Startups and Company law: The competitive pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, Law Working Paper n. 471/2019, disponibile su: [http://ssrn.com/abstract\\_id=3433366](http://ssrn.com/abstract_id=3433366); CAPIZZI, *op.cit.*, p. 1 ss. dell'estratto.

<sup>8</sup> CAPIZZI, *op.cit.*, p. 2 dell'estratto.

<sup>9</sup> NIGRO, ENRIQUES, *op.cit.*, p. 192.

chi ritiene tali disposizioni e principi già superabili *de iure condito* mediante il semplice abbandono di costruzioni teoriche ormai vecchie e l'adozione di una lettura interpretativa maggiormente aderente alle richieste che provengono dagli operatori del mercato.

Il presente lavoro si propone di verificare se effettivamente il recepimento nel nostro sistema delle clausole utilizzate negli Stati Uniti sia ostacolato dalla presenza di alcuni principi del nostro ordinamento societario; se tale eventuale incompatibilità sia giustificata o meno nel contesto degli investimenti di *venture capital* in un'ottica efficientistica; e quali potrebbero essere i rischi di un alleggerimento dei limiti ritenuti oggi presenti.

Vista l'estrema varietà delle clausole presenti nei contratti di investimento in oggetto, si è deciso di focalizzare l'analisi su una tipologia particolare di clausole, ovvero sulle clausole con cui il *venture capitalist* cerca di assicurarsi la possibilità di uscire dalla società dopo un certo lasso di tempo, disfandosi del proprio investimento (c.d. clausole di *exit*). In genere, infatti, l'investimento del socio con interessi finanziari avviene mediante l'assunzione di partecipazioni c.d. "temporanee" in società di capitali: il socio finanziatore acquista una certa partecipazione nella società ma contestualmente concorda con un altro socio o con la società stessa le condizioni per la propria uscita dall'investimento al termine di un determinato arco di tempo o all'esito di un determinato progetto imprenditoriale.

In particolare, le clausole che hanno sollevato i maggiori problemi sono: le opzioni di *put*, le clausole introduttive di azioni redimibili e le clausole di *drag-along*.

Nonostante l'adozione di queste clausole non sia l'unica strategia di *exit* su cui il *venture capitalist* può contare per uscire dalla società, esse rappresentano le opzioni di disinvestimento potenzialmente più agevoli per il finanziatore-investitore. Una volta stipulate, infatti, la loro attuazione non richiede la collaborazione del socio imprenditore. Il socio di *venture* che intenda disinvestire deve semplicemente dichiarare di voler esercitare l'opzione *put*, il diritto di riscatto o il diritto di *drag-along* e può uscire dalla società senza che gli altri soci possano impedirlo. Per contro, altre soluzioni di *exit* in teoria disponibili per l'investitore – si

pensi alla quotazione sul pubblico mercato, alla fusione con un'altra società, o alla liquidazione stessa della società - necessitano di una decisione del consiglio di amministrazione e talvolta anche dell'approvazione da parte dell'assemblea. Di conseguenza, in mancanza di una clausola di *put* o di *drag-along* a suo favore, il *venture capitalist* che non detenga una partecipazione maggioritaria in assemblea ovvero che non controlli l'organo gestorio della *startup* incontra grandi difficoltà a disfarsi dell'investimento<sup>10</sup>.

Da qui l'importanza che le clausole di *exit* in oggetto rivestono all'interno degli accordi tra soci imprenditori e soci di *venture*; nonché la scelta di concentrare l'analisi su di esse. Peraltro, la "permanente difficoltà nella fase di disinvestimento" è segnalata dall'AIFI<sup>11</sup> tra le principali cause del ritardo nello sviluppo del mercato di *venture capital* in Italia, e dunque uno dei principali aspetti su cui lavorare per ridurre il *gap* - "ancora significativo" - con gli altri paesi europei<sup>12</sup>.

Così delimitato l'oggetto dell'indagine, si è deciso di articolare il lavoro in tre sezioni.

Il primo passo è stato lo studio del sistema ove il mercato di *venture capital* è nato, si è sviluppato ed è in continua espansione: l'ordinamento statunitense. Per capire a fondo il funzionamento del modello di investimenti americano, l'analisi si concentra dapprima sullo studio della struttura, dell'organizzazione e del modello di *business* dei fondi di *venture capital* e delle società in cui questi fondi investono ("portfolio companies" o "società del portafoglio"). In secondo luogo, vengono studiati i contratti di investimento tra fondi di *venture* e società *target*, con un *focus*

---

<sup>10</sup> Secondo i dati del mercato italiano la cessione ad un terzo della partecipazione rappresenta il principale canale di disinvestimento usato dai *venture capitalist* sia per numero di disinvestimenti sia in termini di valore delle cessioni. Sul punto vedi lo studio dell'AIFI (Associazione italiana del *private equity*, *venture capital* e *private debt*) su "Il mercato italiano del *private equity* e *venture capital*" svolto in collaborazione con PWC, 2022, disponibile su <https://www.aifi.it/it/private-equity-e-venturecapital>, p. 51.

<sup>11</sup> Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.

<sup>12</sup> Vedi il "Venture Capital Monitor - Rapporto Italia 2022", disponibile sul sito dell'Associazione, p. 4 ss.

sulle clausole maggiormente diffuse e sugli elementi tipici di questo mercato di investimenti. A seguire, vengono messe in evidenza le problematiche che possono sorgere nella fase di *exit* dall'investimento e le soluzioni di volta in volta adottate o ipotizzate per farvi fronte nel sistema americano. Alle posizioni della dottrina si affianca l'esame della casistica giurisprudenziale.

La seconda sezione mira a fornire un quadro dello stato dell'arte relativo alle problematiche connesse all'ammissibilità nel sistema italiano delle clausole di *exit* di cui si è detto (clausole di *put*, clausole introduttive di azioni redimibili e clausole di *drag-along*), operando una sintesi meramente descrittiva delle diverse posizioni dottrinali e giurisprudenziali fino ad oggi affermatesi.

Nella terza parte del lavoro, tirando le fila dell'analisi svolta, si cerca di dare una risposta alle domande di ricerca iniziali, ovvero: i) se, *de iure condito*, vi sia incompatibilità tra le clausole di *exit* diffuse in America e il nostro ordinamento; ii) se mantenere gli eventuali limiti presenti risulti essere una scelta legislativa nel complesso efficiente; iii) in caso negativo, se occorra *de iure condendo* rendere più flessibile il nostro sistema, modificando alcune delle attuali disposizioni normative o ammettendone una deroga, al fine di imprimere una svolta positiva allo sviluppo del mercato dei VC in Italia.

Prima di iniziare con l'esposizione dello studio, si ritiene opportuno dare conto del perché si è scelto di circoscrivere l'oggetto di indagine unicamente agli investimenti di *venture capital* e di non estenderlo agli altri tipi di investimenti di *private equity*.

Come è noto, gli investimenti di *private equity* consistono nell'acquisto di partecipazioni - in genere di dimensioni significative - in società non quotate, effettuato con l'obiettivo di ottenere un guadagno derivante dal disinvestimento della stessa partecipazione dopo un certo lasso di tempo ad un prezzo più alto. Il disinvestimento può avvenire tramite la vendita della partecipazione acquisita, la quotazione in borsa della società, la fusione della società con un'altra impresa, la liquidazione della società.

Gli intermediari che svolgono questo tipo di investimenti in società chiuse sono i c.d. fondi di *private equity*, la cui attività consiste nel raccogliere capitale da parte di investitori istituzionali e altri investitori sofisticati, investire il capitale raccolto in un certo numero di società (le società del portafoglio o “portfolio companies”), per poi liquidare l’investimento dopo un certo lasso di tempo e distribuire i proventi tra gli investitori del fondo<sup>13</sup>.

I fondi di *venture capital* sono una tipologia di fondi di *private equity* che si distingue principalmente per il tipo di società in cui investe. Si tratta infatti di una forma di investimento indirizzata verso società ancora nei primi anni del loro sviluppo, la cui crescita richiede ingenti quantità di capitali e risulta assai incerta, ma potenzialmente molto elevata.

Queste giovani società innovative sono diverse da altri *business*: mentre i loro bisogni finanziari sono concentrati nella fase iniziale, i loro “cash flows” (flussi di cassa) sono difficili da prevedere, sono solitamente lontani nel tempo e dipendono dallo sviluppo di un prodotto o servizio che non è ancora mai stato creato o messo in funzione e di cui non esiste ancora un mercato<sup>14</sup>. La probabilità di fallimento o insuccesso di queste imprese, pertanto, è assai elevata: recenti studi confermano che circa il 90% delle *startup* innovative fallisce, mentre solo l’1,5% raggiunge un enorme successo (“unicorn companies”)<sup>15</sup>.

Altra caratteristica delle *startup* innovative, oltre alla novità del progetto e all’elevatissima probabilità di insuccesso, è che esse possiedono assai pochi *asset* materiali: l’unico “bene” con un certo valore è il diritto di proprietà industriale sul nuovo prodotto o servizio che i fondatori desiderano sviluppare. Qualora quel

---

<sup>13</sup> LEMKE, LINS, HOENIG, RUBE, *Hedge Funds and Other Private Funds: Regulation and Compliance*, Westlaw, 2018.

<sup>14</sup> GORNALL, STREBULAEV, *The Contracting and Valuation of Venture Capital-Backed Companies*, *Forthcoming in Handbook of the Economics of Corporate Finance*, Vol 1: *Private Equity and Entrepreneurial Finance*, 2022, p. 2 dell’estratto. Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4038538](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4038538).

<sup>15</sup> Vedi <https://startupgenome.com/article/the-state-of-the-global-startup-economy>. Nel mondo statunitense si usa il termine “unicorns” o “unicorn companies” per riferirsi alle *startup* che raggiungono una valutazione superiore al miliardo di dollari.

prodotto o servizio si riveli non sviluppabile, venga superato da altre tecnologie o non interessi il pubblico dei consumatori, tuttavia, anche il diritto di proprietà industriale perde valore e nella *startup* rimangono ben pochi beni su cui creditori e investitori possano soddisfarsi<sup>16</sup>.

Investire in questo tipo di società è all'evidenza molto diverso dall'investire in società in una fase avanzata del loro sviluppo o in società che si trovano ancora in una fase iniziale ma il cui *business* non è innovativo e presenta dunque rischi notevolmente inferiori<sup>17</sup>. Basti pensare, per esempio, all'apertura di un ristorante: l'ammontare del finanziamento richiesto è minore, è possibile fare un'analisi di mercato con previsione dei *cash flow* attesi, non vi è un rischio sul se il servizio potrà essere fornito o meno, la crescita potenziale del *business* è limitata, il *business* si fonda su beni tangibili con un valore e prezzo relativamente stabile sul mercato.

Data l'estrema difficoltà di prevedere il successo o meno di una *startup* innovativa e le elevate probabilità di fallimento, queste imprese non riescono ad avere accesso ai capitali attraverso le classiche fonti di finanziamento, quali prestiti bancari o strumenti di debito, se non a tassi di interesse stellari. Data la loro iniziale ridotta dimensione, inoltre, esse non possono accedere ai mercati quotati.<sup>18</sup>

Affinché le imprese innovative possano attrarre investimenti, ovvero affinché vi siano investitori disposti a finanziare questo tipo di imprese, i contratti di investimento devono dunque offrire ai finanziatori garanzie tali da controbilanciare le condizioni di elevato rischio del *business*.

I contratti tra imprenditori e *venture capitalists* ricercano questo bilanciamento, nel tentativo di soddisfare, da un lato, l'interesse dei finanziatori ad

---

<sup>16</sup> Si è osservato che in genere le società con beni tangibili pongono minori rischi per gli investitori. Così UTSET, *High-power (mis)incentives and venture capital contracts*, 7 *Entrepren. Bus. L. J.* 45, 2012, p. 47.

<sup>17</sup> Le società che vengono costituite per perseguire modelli di *business* già esistenti basati sullo sviluppo di prodotti o servizi già presenti sul mercato replicano qualcosa che già esiste e non sono per questo tipicamente considerate innovative. Innovativo significa per definizione qualcosa di nuovo che viene introdotto sul mercato per la prima volta. Così POLLMAN, *op.cit.*, p. 167.

<sup>18</sup> GORNALL, STREBULAEV, *op.cit.*, p. 2.

ottenere maggiore protezione del proprio investimento e, dall'altro, l'interesse degli imprenditori a finanziare le loro idee senza avere una scadenza fissa di rimborso del capitale finanziato né insostenibili interessi periodici da versare.

Considerata l'assenza di canali di finanziamento alternativi al *venture capital* con riguardo ad attività imprenditoriali così rischiose, lo sviluppo di questo mercato di investimenti è di fondamentale importanza per la nascita delle *startup* innovative, le quali, a loro volta, rappresentano una componente estremamente importante per lo sviluppo del sistema economico di un paese.

Per le ragioni elencate si ritiene quindi che gli investimenti di *venture* occupino una posizione peculiare tra gli investimenti di *private equity* e che meritino perciò un'analisi autonoma con riferimento al tema dell'indagine.

## PARTE PRIMA IL SISTEMA STATUNITENSE

SOMMARIO: **CAPITOLO 1. LE *STARTUP VC-FINANCED*.** 1.1. Storia ed evoluzione del fenomeno; 1.2. I fondi di *venture capital*: a) Fisionomia, struttura e organizzazione; b) Modello di *business*; 1.3. Il ciclo di vita delle *venture capital-backed firms*. **CAPITOLO 2. IL CONTENUTO DEI CONTRATTI DI *VENTURE CAPITAL*.** 2.1. Gli accordi tra imprenditori e *venture capitalists*: a) *Preferred stock*; b) Assegnazione di particolari diritti di controllo; c) *Redemption clauses*; d) Accordi di voto; e) Diritto di *drag-along*; f) Clausole antidilutive; 2.2. Altri elementi tipici degli investimenti di *venture capital*: a) *Staged investments*; b) *Syndication of investments*; c) La *equity-based compensation* degli *employees*. La sostituzione dei *managers*. **CAPITOLO 3. LE PROBLEMATICITÀ IN FASE DI *EXIT* E LE POSSIBILI SOLUZIONI.** 3.1. I possibili opportunisti dei soci imprenditori: a) Offerta di acquisto o fusione per un prezzo inferiore alla preferenza liquidatoria; b) *Beach money exits*; 3.2. I possibili opportunisti dei soci investitori: a) *Moderate downside*; b) Scadenza del termine di durata del fondo; 3.3. I possibili argini al rischio di comportamenti opportunistici: a) *Renegotiation*; b) Sanzioni reputazionali; c) La presenza di amministratori indipendenti; Il dovere fiduciario del *board of directors*. **CAPITOLO 4. IL DOVERE FIDUCIARIO DEL *BOARD* NEL CONTESTO DELLE *STARTUP VC-FINANCED*.** 4.1. *Case law* in tema di doveri fiduciari: a) *Equity-Link Investors, L.P. v. Adams*; b) *Orban v. Field*; c) *In re Trados Inc.*; 4.2. Le posizioni della dottrina: a) Le opinioni della dottrina sul caso *In re Trados*; b) Soluzioni alternative proposte. **CAPITOLO 5. I LIMITI NELL'ESECUZIONE DELLE CLAUSOLE DI *EXIT* DEL CONTRATTO DI INVESTIMENTO. *CASELAW*.** 5.1. Il diritto di *redemption*: a) *SV Investment Partners, LLC v. Thoughtworks Inc.*; b) *TVC VI, L.P.v. Trading Screen Inc.*; c) *Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corporation*; d) *Frederick Hsu Living Trust v. Oak Hill Capital Parte*; 5.2. Il diritto di *drag-along*: a) *Halpin v. Riverstone National Inc.*; b) *Manti Holdings LLC v. Authentix Acquisition Co.*; c) *Manti Holdings, LLC v. Carlyle Grp. Inc.* **CAPITOLO 6. ALTRI PROBLEMI.** 6.1. La *governance* delle *startups*: a) I limiti del tradizionale *agency cost model*. Regole speciali per le *startup*?; b) Mancanza di controlli adeguati sul *management*.; 6.2. Altre critiche: a) Limitata area delle imprese finanziate; b) Concentrazione del mercato tecnologico.

### **CAPITOLO 1. LE *STARTUP VC-FINANCED***

#### **1.1. Storia ed evoluzione del fenomeno**

L'origine dell'industria di *venture capital* viene convenzionalmente collocata nel 1946, data di fondazione della "American Research and Development Corporation"

(ARDC)<sup>19</sup>. La società venne fondata da George Doriot, un professore della Harvard Business School, al fine di aiutare finanziariamente le imprese di coloro che non riuscivano ad ottenere capitale mediante prestito bancario. L'attività della società consisteva, dunque, nella raccolta e investimento di capitale. Si calcola che durante i 25 anni della sua esistenza, la ARDC abbia globalmente realizzato un rendimento su base annua del 15.8%; rendimento che, a dispetto di più di un centinaio di investimenti complessivi, è dipeso in larghissima parte dall'incredibile successo di un unico investimento, quello in Digital Equipment Corporation (DEC), una *startup* innovativa fondata da due ingegneri con l'intento di "rendere i computers, più piccoli, meno costosi e più facili da utilizzare". A fronte dei 70.000 dollari investiti inizialmente nella società e dell'attivo ruolo amministrativo svolto da Doriot al suo interno, ARDC vendette la sua partecipazione qualche anno più tardi a una società di maggiori dimensioni al prezzo di 450 milioni di dollari<sup>20</sup>, riuscendo in questo modo a "compensare" le perdite derivanti da tutti gli altri investimenti.

Il successo di ARDC spinse altri soggetti a costituire altri fondi di investimento utilizzando il modello ideato da Doriot. Molti di questi nuovi fondi furono costituiti dagli studenti di Doriot o da ex dipendenti della sua società ARDC<sup>21</sup>.

Nel 1958 il Congresso degli Stati Uniti, riconoscendo il bisogno delle piccole startups di ottenere capitali ulteriori rispetto a quelli allora disponibili, approvò il "Small Business Act". Con questo atto vennero istituite le SBICs (Small Business Delevopment Companies), ovvero società di investimento private abilitate e regolate al fine di procurare capitale per le piccole imprese. Nonostante l'ammontare di finanziamenti forniti attraverso questi enti alle *startup* non sia stato particolarmente significativo, si ritiene che le SBICs abbiano rappresentato un importante terreno di addestramento per i moderni *venture capitalists*<sup>22</sup>.

---

<sup>19</sup> NICHOLAS, *VC: An American history*, Harvard University Press, 2019, p. 1.

<sup>20</sup> KRUMM, *Fostering innovation and entrepreneurship: Shark tank shouldn't be the model*, 70 Ark. L. Rev. n. 553, 2017, disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3404196](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3404196), p. 6-7 dell'estratto.

<sup>21</sup> KRUMM, *op.cit.*, p. 7 dell'estratto.

<sup>22</sup> KRUMM, *op.cit.*, p. 8 dell'estratto.

A partire dallo stesso periodo (primi anni '60), i fondi di *venture capital* iniziarono a organizzarsi nella forma della "Limited Partnership" (LP), ottenendo in questo modo sia il vantaggio della responsabilità limitata dei *limited partners*, sia la tassazione estremamente favorevole prevista per le *partnership*, rispetto a quella delle *corporations*<sup>23</sup>.

Altro evento estremamente rilevante per lo sviluppo dei fondi di *venture capital* nel sistema americano è stato un chiarimento interpretativo della normativa in materia di fondi pensionistici (ERISA) ad opera del Department of Labor nel 1979. A seguito del chiarimento, i fondi pensione, fino ad allora considerati autorizzati ad intraprendere solo investimenti a basso rischio, iniziarono a investire in imprese di *venture capital*, aumentando così notevolmente il bacino di investitori e di capitale raccolto da queste ultime<sup>24</sup>.

Il mercato di *venture capital* conobbe poi una straordinaria espansione intorno agli anni '90, parallelamente all'incredibile sviluppo delle imprese *hightech*. Con la crisi degli anni 2000, tuttavia, l'industria di *venture capital* subì un notevole rallentamento: il valore degli investimenti di *venture capital*, infatti, precipitò di pari passo al valore delle imprese del settore tecnologico-informatico<sup>25</sup>. La crisi, ad ogni modo, non durò a lungo: se nei primi anni 2000 gli investimenti di *venture capital* oscillavano tra i 20 e i 30 miliardi di dollari all'anno, dal 2009 si inizia a registrare una crescita costante fino ad arrivare agli impressionanti numeri degli ultimi anni. Nel 2021 il valore degli investimenti di *venture capital* negli USA era pari a circa 333 miliardi di dollari, quasi il doppio di quello registrato l'anno precedente<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> KRUMM, *op.cit.*, p. 8-9 dell'estratto.

<sup>24</sup> L'ERISA conteneva una disposizione secondo la quale i fondi pensione, nell'investire le loro risorse, dovevano utilizzare la diligenza di un "prudent man", espressione che fu interpretata come richiedente solo investimenti a basso rischio. Vedi LERNER, NANDA, *Venture Capital's role in Financing Innovation: What we know and how much we still need to learn*, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 34, n.3, 2020, p. 239.

KRUMM, *op.cit.*, p. 9 dell'estratto.

<sup>25</sup> KRUMM, *op.cit.*, p. 9-10 dell'estratto.

<sup>26</sup> Per avere un'idea della crescita del VC market dal 2006 al 2021 si consulti: <https://www.statista.com/statistics/277501/venture-capital-amount-invested-in-the-united-states-since-1995/>.

## 1.2. I fondi di *venture capital*

### a) Fisionomia, struttura e organizzazione

I fondi di *venture capital* sono intermediari finanziari che raccolgono denaro da un pubblico di investitori per investirli in un portafoglio di *startups* mediante l'acquisizione di partecipazioni o altri strumenti finanziari da queste emessi. Una volta chiusa la fase di raccolta del capitale, che dura circa 6-12 mesi, il fondo non ammette nuovi investitori: si tratta dunque di fondi chiusi in cui la totalità degli investitori partecipa *pro rata* in tutti gli investimenti del portafoglio<sup>27</sup>.

Il fondo ha una durata limitata, solitamente di dieci o dodici anni, che può essere estesa solo con il consenso degli investitori<sup>28</sup>. Quando il fondo giunge al termine, esso viene liquidato e gli investitori ricevono proporzionalmente il ricavato della liquidazione (capitale più eventuali profitti), che possono poi decidere di reinvestire in un altro fondo o meno.

I fondatori di un fondo in genere costituiscono parallelamente altri fondi, per cui nel momento in cui la vita di un fondo finisce, un altro fondo ha già raccolto altro capitale ed effettuato un nuovo ciclo di investimenti<sup>29</sup>.

Il fondo di regola non è soggetto ad un obbligo di registrazione: rientrando in una delle esenzioni previste dall' "Investment Company Act" del 1940, infatti, esso – al contrario di altre società di investimento - non è tenuto a pubblicare alcuna dichiarazione finanziaria o fornire altre informazioni sulla sua attività e sul suo andamento<sup>30</sup>.

---

<sup>27</sup> SANDERS, SKINNER, *Private equity funds*, seminario tenutosi presso la Wake Forest University (NC) il 4-5 febbraio 2023.

<sup>28</sup> ATANASOV, *Conflicts of interest and Litigation in the Venture Capital Industry*, in *Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies*, a cura di Cumming, John Wiley & Sons, 2010, p. 366.

<sup>29</sup> KLAUSNER, VENUTO, *Liquidation and incentive misalignment in startup financing*, 98 *Cornell Law Review* 1399, 2013, p. 1401. Disponibile su <http://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol98/iss6/3>.

<sup>30</sup> ATANASOV, *op.cit.*, p. 369. In base all' "Investment Company Act" del 1940 tutte le "investment companies" hanno un obbligo di registrazione presso la SEC, a meno che non rientrino in una delle eccezioni ivi previste, tra cui quelle di cui alle sezioni 3(c)(1), 3(6)(7),

La forma organizzativa solitamente prescelta per svolgere l'attività di intermediazione descritta è quella della "limited partnership" (LP), la cui compagine societaria si compone di soci a responsabilità limitata (*limited partners*) e soci a responsabilità illimitata (*general partners*)<sup>31</sup>. La scelta di questo tipo di forma organizzativa è dovuta principalmente a tre ragioni: la possibilità di limitare la responsabilità dei *limited partners* all'ammontare investito, un regime fiscale più favorevole rispetto alle *corporations*<sup>32</sup> e la grande flessibilità nell'organizzazione del *management*<sup>33</sup>.

La LP viene solitamente incorporata nello stato del Delaware per cui è soggetta alle leggi di questo Stato<sup>34</sup>.

I *limited partners* sono solitamente investitori istituzionali, fondi comuni di investimento, fondi di dotazione universitari, compagnie di assicurazione, fondi pensione o "*high net worth individuals*" (soggetti con un patrimonio liquido superiore a un milione di dollari). Essi sono privi di incarichi amministrativi: si tratta di investitori passivi che si impegnano unicamente a investire una certa somma di denaro nel fondo mediante "*capital commitments*". Una percentuale di questa somma è versata contestualmente al momento della sottoscrizione, mentre la

---

ovvero *investment companies* costituite da meno di 100 persone e *investment companies* i cui titoli sono detenuti esclusivamente da "investitori qualificati".

<sup>31</sup> WANSLEY, *Beach Money Exits*, 45 *Journal of Corporation Law*, 151, 2019, p. 158.

<sup>32</sup> Le *partnership* non sono soggette alla c.d. doppia tassazione tipica delle *corporations*: i profitti della società, infatti, sono tassati solo nel momento in cui defluiscono verso i *limited partners* ma non sono tassati a livello della società.

<sup>33</sup> I fondatori del fondo stabiliscono i poteri gestionali dei *general partners*, i tipi di investimento che il fondo può intraprendere, la possibilità di raccogliere nuovi fondi, i diritti dei *limited partners*.

<sup>34</sup> SANDERS, SKINNER, cit.

<sup>34</sup> Come è noto, il Delaware è lo stato di incorporazione prescelto dalla maggior parte delle grandi imprese quotate americane o da quelle che intendono quotarsi, per una serie di ragioni tra cui: una normativa societaria flessibile, semplice e favorevole alle imprese; un sistema giudiziario estremamente veloce ed efficiente; giudici particolarmente competenti; costi di costituzione della società molto bassi.

restante parte dovrà essere versata nel corso della vita del fondo quando il *general partner* lo richiede (“*capital call*”) <sup>35</sup>.

Una volta versato, il capitale degli investitori resta “bloccato” per un determinato periodo di tempo (c.d. “*capital lock-in*”), in genere pari alla durata del fondo, durante il quale gli *investors* non possono né trasferire la loro partecipazione a terzi (salvo il consenso del *general partner*), né hanno il diritto di chiedere indietro il proprio investimento <sup>36</sup>.

I *general partners* sono coloro che costituiscono il fondo. Al fine di evitare la responsabilità illimitata che consegue alla qualifica di *general partners* di una LP, i fondatori solitamente formano una “limited liability entity” <sup>37</sup> da loro interamente posseduta che va a ricoprire il ruolo di *general partner* al loro posto, proteggendo i singoli individui fondatori da una responsabilità illimitata. Per indicare il *general partner* del fondo o i suoi fondatori si usa il termine di *venture capital firm* o *venture capitalist* (nel prosieguo anche “VC”).

Il *general partner* può amministrare il fondo direttamente ovvero affidare la gestione ad un soggetto esterno al fondo (c.d. “*investment manager*”), generalmente affiliato con il *general partner*, e mantenere solo un ruolo di controllo sul suo operato <sup>38</sup>. L’*investment manager* è in genere a sua volta costituito nella forma di una *limited liability entity* incorporata in Delaware <sup>39</sup>.

Il compenso dei *general partners* è in parte fisso e in parte basato su incentivi. Essi ricevono infatti una commissione annuale per la gestione pari a circa il 2% del capitale impegnato (“*management fee*”) e una percentuale (in genere attorno al 20%) sui profitti del fondo (c.d. “*carried interests*” o “*performance fee*”) <sup>40</sup>. Se è stato nominato un *investment manager*, solitamente è quest’ultimo a ricevere la

---

<sup>35</sup> LEMKE, LINS, HOENIG, RUBE, *Hedge Funds and Other Private Funds: Regulation and Compliance*, Westlaw, 2018.

<sup>36</sup> SANDERS, SKINNER, cit.

<sup>37</sup> Si tratta in genere di una “limited partnership” incorporata nello stato del Delaware.

<sup>38</sup> SANDERS, SKINNER, cit.

<sup>39</sup> LEMKE, LINS, HOENIG, RUBE, *op.cit.*

<sup>40</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 159.

*management fee*, mentre al *general partner* spetta la *performance fee*. La previsione di una remunerazione basata sulla *performance* del fondo è volta ad allineare gli interessi del *venture capitalist* con quelli dei *limited partners*, facendo in modo che entrambi abbiano interesse a ottenere rendimenti positivi sul capitale investito<sup>41</sup>.

### **b) Modello di *business***

Il modello di *business* dei fondi di *venture capital* si fonda su tre elementi fondamentali: la possibilità di partecipare ai profitti e agli incrementi di valore delle *startup* che riescono a ottenere successo, la possibilità di controllare e partecipare alla *governance* della società finanziata e la possibilità di liquidare l'investimento in prossimità del termine di durata del fondo (*exit* o "uscita" dall'investimento).

Quanto al primo aspetto, si osserva che il ritorno sugli investimenti effettuati dal fondo di *venture* è solitamente negativo. Nel primo periodo di vita, è assai difficile che la *startup* produca degli utili. Solo una volta sviluppata la nuova tecnologia e introdotta sul mercato, se questa ha successo, ci potrà essere un ritorno positivo per gli investitori grazie all'incremento di valore della società. È a questo punto che il *venture capitalist* liquida l'investimento mediante un'*exit* dalla *startup* e realizza l'incremento di valore.

È assai raro, tuttavia, che una *startup* innovativa abbia grande successo; la maggior parte delle *startups* fallisce o produce profitti minimi, per cui la possibilità di perdere l'ammontare investito è molto alta per il *venture capitalist*. Pertanto, affinché il *business* sia economicamente redditizio, i profitti derivanti dall'investimento nelle poche *startup* che riescono ad ottenere enorme successo devono essere tali da coprire le perdite derivanti dagli altri investimenti<sup>42</sup>. Il successo di una sola *startup* può determinare – e spesso determina – il successo complessivo del fondo<sup>43</sup>. È dunque essenziale che il *venture capitalist* possa

---

<sup>41</sup> ATANASOV, *op.cit.*, p. 370.

<sup>42</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 159.

<sup>43</sup> Una conseguenza di questo è che il *venture capitalist* tenderà ad impiegare maggiore attenzione e tempo nel monitorare e gestire le *startup* del portafoglio che si rivelano avere maggiori potenzialità, avendo invece meno interesse verso le altre.

partecipare ai risultati positivi e incrementi di valore (*upside*) delle società in cui investe<sup>44</sup>.

Per quanto riguarda il secondo elemento, generalmente il fondo acquisisce una partecipazione considerevole (anche se non maggioritaria) in tutte le società del portafoglio e svolge un ruolo attivo nella gestione di queste società, mettendo a disposizione le proprie competenze manageriali. Ad esempio, il fondo generalmente aiuta nell'assunzione dei migliori dirigenti e personale specializzato, nello sviluppo di una efficace strategia e modello di *business*, nel *marketing* del prodotto, nella costruzione di un *network*, nella ricerca di nuovi investitori, nella identificazione di possibili acquirenti<sup>45</sup>. Non solo: considerato il rischio dell'investimento e il suo considerevole ammontare, il *venture capitalist* ha l'esigenza di controllare che le risorse da lui investite siano utilizzate nel modo migliore dall'imprenditore.

Diversi studi confermano che l'affiancamento amministrativo, la guida strategica e l'accesso ad un *network* fornito dai *venture capitalist* alla *startup* sono estremamente importanti per il successo di quest'ultima<sup>46</sup>. Essi possiedono infatti un'esperienza e delle conoscenze che i soci fondatori non hanno e che spesso si rivelano fondamentali per lo sviluppo del *business* (migliore conoscenza del mercato, ottime connessioni nell'industria e maggiore esperienza nel *management* di un'impresa<sup>47</sup>).

---

<sup>44</sup> Questo spiega perché uno strumento di debito che dia diritto alla sola restituzione del capitale investito senza condivisione dei risultati e aumenti di valore della società non è in grado di realizzare gli interessi dei fondi di *venture*.

<sup>45</sup> LEMKE, LINS, HOENIG, RUBE, *op.cit.* Sul punto vedi anche KRUMM, *op.cit.*, p. 16 ss. dell'estratto.

<sup>46</sup> GORNALL, STREBULAEV, *The Contracting and Valuation of Venture Capital-Backed Companies*, in *Forthcoming, Handbook of the Economics of Corporate Finance, Vol 1: Private Equity and Entrepreneurial Finance*, 2022, p. 2. Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4038538](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4038538). In questo senso anche KRUMM, *op.cit.*, p. 16 dell'estratto.

<sup>47</sup> FAN, *The landscape of startup corporate governance in the founder-friendly era*, 18 NYU Journal of Law & Business, 317, 2022, disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4101537](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4101537), p. 16 dell'estratto. Nello stesso senso BROUGHMAN, WANSLEY, *Risk-seeking governance*, in 76 Vanderbilt Law Review (forthcoming), 2023, paper presentato al Convegno "The law and finance of private equity & venture capital" tenutosi a Oxford il 22-23 giugno 2023. Gli autori affermano che il

I *venture capitalists* sono quindi tutt'altro che investitori passivi e il loro ruolo di controllo e di supporto alla gestione risulta assai importante sia ai fini del loro investimento, sia per il successo della *startup*.

Data la struttura del fondo e il tipo di *business*, infine, è estremamente importante per il *venture capital* assicurarsi un'*exit* dai propri investimenti. Con l'avvicinarsi del termine di durata del fondo, infatti, il *venture capital* deve poter liquidare i vari investimenti del suo portafoglio in modo da rendere il capitale e pagare gli interessi ai *limited partners* del fondo. È solo col disinvestimento che il *venture capitalist* può realizzare i profitti su cui si fonda il suo modello di affari. Si dice pertanto che - ancor prima di investire - il *venture capitalist* si preoccupa di come uscire dalla società in cui investe ("*Before venture capitalists invest, they plan for exit*")<sup>48</sup>.

L'*exit* avviene solitamente attraverso una di queste tre forme: (i) la quotazione della *startup* mediante "initial public offering" (IPO) delle azioni, seguita dalla vendita delle azioni del *venture capital* sul pubblico mercato; (ii) una "trade sale" della *startup* (ovvero qualsiasi tipo di cessione delle partecipazioni o degli *asset* della *startup*, anche mediante fusione della stessa); (iii) una "dissolution" o "liquidation" della società<sup>49</sup>.

L'uscita tramite *trade sale* rappresenta oggi la più comune strategia di *exit* utilizzata dai *venture capitalists*<sup>50</sup>. Ciò è dovuto *in primis* al fatto che, al contrario delle IPOs, le *trade sales* non comportano il rispetto dei pesanti obblighi di *disclosure*

---

ruolo attivo ricoperto dai *venture capitalists* nella *governance* della *startup* è da sempre considerato uno dei fattori più importanti attraverso cui essi generano valore per l'impresa. Nello stesso senso vedi anche FISCH, SEPE, *Shareholder Collaboration*, in 98 Texas L. Rev., 2020, p. 872 ss.

<sup>48</sup> SMITH, *The exit structure of venture capital*, 53 UCLA Law Review 315, 2005, p. 316.

<sup>49</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and Sticks: How VCs induce entrepreneurial teams to sell startups*, 98 Cornell Law Review, 2013, p. 1321, disponibile su: <https://www.repository.law.indiana.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2282&context=facpub>.

<sup>50</sup> Secondo LEMLEY, MCCREARY, *Exit strategy*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper n. 542, 2020, disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3506919](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3506919), p. 51 dell'estratto, le uscite tramite IPO ammontano oggi solamente al 10% per le *startup* e, quando avvengono, avvengono in una fase più avanzata della vita dell'impresa.

previsti per la quotazione sul pubblico mercato<sup>51</sup>. Attraverso un'acquisizione, inoltre, la *startup* può evitare i costi legati al processo di quotazione e può ottenere un premio per il controllo che non può invece chiedere una volta quotata sul mercato regolamentato<sup>52</sup>. Rilevante nella scelta di una *trade sale* rispetto ad un'*IPO* è anche il fatto che la quotazione in genere richiede tempistiche molto più lunghe rispetto a quelle di un'acquisizione<sup>53</sup>. L'*IPO*, infine, risulta economicamente conveniente per i *venture capitalist* solo in caso di incredibile successo della *startup*. La quotazione sul mercato, infatti, implica per il *venture capital* la rinuncia a tutte le preferenze connesse alla propria partecipazione e la conversione in *common stock*<sup>54</sup>.

Poiché la *startup* è in genere organizzata come *corporation*, l'investitore di *venture capital* può in teoria uscire dal proprio investimento semplicemente vendendo o trasferendo la sua individuale partecipazione a un terzo<sup>55</sup>. Tuttavia, nel contesto delle *startup* innovative, è assai difficile trovare acquirenti interessati a comprare una partecipazione che non sia totalitaria o quanto meno maggioritaria nella società, per cui è assai raro che il disinvestimento avvenga in questo modo<sup>56</sup>.

---

<sup>51</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1322.

<sup>52</sup> LEMLEY, MCCREARY, *op.cit.*, p. 31-32 dell'estratto.

<sup>53</sup> Per contro, i soci imprenditori in genere preferiscono un'*IPO* rispetto ad una *trade sale*, in quanto quest'ultima spesso determina dei cambiamenti nella posizione dell'imprenditore all'interno dell'impresa: retrocessione nelle mansioni o nell'incarico o addirittura licenziamento. Così UTSET, *High-power (mis)incentives and venture capital contracts*, 7 *Entrepren. Bus. L. J.* 45, 2012, p. 56.

<sup>54</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1328. Come si vedrà, la partecipazione del *venture capital* nella *startup* è rappresentata da *preferred stock*, dotate di diritti patrimoniali privilegiati rispetto al *common stock*.

<sup>55</sup> Al contrario della partecipazione in una *partnership*, infatti, la partecipazione in una *corporation* è di *default* liberamente trasferibile.

<sup>56</sup> Come osservato da WEISS, *The venture corporation, 2023, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=4338030>*, p. 29, l'utilizzo del mercato secondario (salvo che si tratti della vendita della società o dei suoi *asset* nel suo insieme) incontra diversi ostacoli che diminuiscono il valore pratico di questa opzione come strategia di *exit* alternativa. Si consideri, inoltre, che talvolta gli statuti delle *startup* contengono clausole che limitano la libera trasferibilità delle partecipazioni. In aggiunta, il fatto che il socio investitore della società intenda vendere la sua partecipazione e non sia interessato a reinvestire nella società è un forte indizio per i terzi che la società non è riuscita a raggiungere i risultati sperati e questo può notevolmente indebolire il potere contrattuale del socio venditore e far notevolmente abbassare il prezzo di acquisto.

Assicurarsi il potere di decidere quando e in che modo uscire dalla società è dunque estremamente importante per il *venture capitalist* ed è pertanto al centro delle negoziazioni tra le parti<sup>57</sup>.

### 1.3. Il ciclo di vita delle *venture capital backed firms*

La *startup* che mira ad ottenere finanziamenti di *venture* è solitamente costituita nello stato del Delaware nella forma di una *corporation*.

Il ciclo di vita delle *startup* innovative finanziate da *venture capital* può essere diviso in varie fasi sulla base delle esigenze di finanziamento della *startup* oppure a seconda dello sviluppo operativo via via raggiunto.

Se si adotta la prima classificazione distinguiamo: la fase di *self-funding* (ovvero di auto-finanziamento), la fase di finanziamento *pre-venture capital*, la fase dei primi investimenti di *venture capital* (*early-stage*), gli investimenti di *venture capital* in fase più avanzata (*later-stage*) e, infine, la fase di “exit”, ovvero di uscita dalla *startup*<sup>58</sup>.

Nel primissimo stadio di vita di una *startup* innovativa, noto come stadio di *self-funding*, i soci fondatori studiano come sviluppare un’idea relativa a un servizio o un prodotto vendibile sul mercato. Questa fase include ricerche di mercato, lo sviluppo di un *business plan*, la formazione e costruzione di un *management team* e l’iniziale sviluppo del prodotto. In genere, qui la società è finanziata unicamente con i soldi dei soci fondatori e eventualmente dei loro familiari e contatti stretti<sup>59</sup>. In questo stadio solitamente gli imprenditori possiedono l’intero capitale della società, per il quale essi versano in genere un importo non elevato.<sup>60</sup>

Nel giro di breve tempo le capacità finanziarie dei fondatori non sono più in grado di coprire il fabbisogno finanziario della società, che deve perciò rivolgersi a terzi per reperire nuovi fondi. I principali finanziatori in questa fase sono i c.d. *angel*

---

<sup>57</sup> Secondo WANSLEY, *op.cit.*, p. 158, si tratta del potere che conta di più in una *startup*.

<sup>58</sup> GORNALL, STREBULAEV, *op.cit.*, p. 5-9.

<sup>59</sup> GORNALL, STREBULAEV, *op.cit.*, p. 5-6.

<sup>60</sup> POLLMAN, *Startup Governance*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, 2019, p. 170. Disponibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3352203](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3352203).

*investors*, ovvero ricchi individui che investono loro risorse personali per *hobby*, non per professione. I *venture capitalists* preferiscono non investire in questa fase perché la scala dell'investimento è ancora troppo ristretta<sup>61</sup> e si parla pertanto di fase di finanziamento *pre-venture capital*, ovvero precedente al capitale di *venture*.

Gli *angels* generalmente acquisiscono una modesta partecipazione azionaria nella *startup* e utilizzano contratti di investimento informali con assistenza legale minima, in modo da ridurre i costi di transazione dell'investimento<sup>62</sup>. A differenza dei *venture capitalist*, essi tendenzialmente non hanno l'esperienza e le conoscenze tecniche e professionali necessarie per partecipare attivamente nell'impresa entrando a far parte del *board of directors* o monitorando da vicino l'attività<sup>63</sup>. Solitamente gli *angels* ricevono in cambio del loro investimento una partecipazione nel *common equity* della *startup*<sup>64</sup>, ovvero essi investono in obbligazioni convertibili o in simili strumenti di debito<sup>65</sup>.

Tipicamente le *startup* ad alto potenziale innovativo necessitano di raccogliere maggiore capitale di quanto consentito dai conti bancari dei fondatori e degli *angel investors* e si rivolgono dunque ai fondi di *venture capital*<sup>66</sup>. Si apre così la fase di *early-stage*.

In questa fase la *startup* usa le proprie risorse umane e finanziarie per trasformare le idee imprenditoriali dei fondatori nella prima versione di un prodotto in grado di rispondere a particolari bisogni di mercato. Il prodotto, una volta sviluppato, è poi testato attraverso collaudatori o *partner* di progetto e talvolta attraverso una limitata diffusione commerciale. Lo scopo di questi *test* è quello di verificare le potenzialità di mercato del prodotto e raccogliere dati e recensioni in modo da migliorarne le funzionalità e caratteristiche<sup>67</sup>.

---

<sup>61</sup> GORNALL, STREBULAEV, *op.cit.*, p. 6-7.

<sup>62</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 158.

<sup>63</sup> FRIED, GANOR, *Agency costs of venture capitalist control in startups*, 81 *N.Y.U.L. rev.* 967, 993, 2006, p. 1009.

<sup>64</sup> FRIED, GANOR, *op. cit.*, p. 1009.

<sup>65</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 171.

<sup>66</sup> GORNALL, STREBULAEV, *op.cit.*, p. 6-7.

<sup>67</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 8.

In genere un *venture capitalist* non investe fin da subito tutto il capitale di cui si ritiene la *startup* avrà bisogno, ma preferisce scaglionare l'investimento nel tempo, dopo aver osservato lo sviluppo della società rispetto a quanto preventivato<sup>68</sup>. Solitamente una *startup* dà vita ad un nuovo *round* di finanziamenti ogni 12 o 24 mesi in modo da raccogliere nuovo capitale; ad ogni *round* possono partecipare nuovi investitori<sup>69</sup>. A proposito di questa prassi si parla di "staging of investments" o "staged investing"<sup>70</sup>.

Il termine "later-stage" è usato per riferirsi ai finanziamenti effettuati in una fase successiva della vita della *startup* e, in particolare, quando i prodotti o servizi sono stati sviluppati, sono pronti per essere venduti sul mercato o sono già stati immessi sul mercato seppur in piccole quantità. In questa fase la *startup* necessita di ulteriore capitale per espandere la produzione, la commercializzazione, o affinché le vendite raggiungano un livello sufficiente da sostenere il fabbisogno di capitale circolante. Molte società a questo stadio del loro sviluppo hanno ancora dimensioni troppo piccole, profitti troppo esigui e prospettive troppo incerte per avere accesso al mercato regolamentato e ottenere capitale in questo modo<sup>71</sup>. I principali finanziatori in questa fase sono quindi sempre i fondi di *venture*.

Da ultimo, vi è la fase di *exit* dalla *startup* volta alla liquidazione degli investimenti effettuati dai *venture capitalist*.

## **CAPITOLO 2. IL CONTENUTO DEI CONTRATTI DI *VENTURE CAPITAL***

### **2.1. Gli accordi tra imprenditori e *venture capitalists***

Gli accordi tra *venture capitalist* e *portfolio companies* vengono formalizzati in diversi documenti, che vengono complessivamente chiamati "*venture capital*

---

<sup>68</sup> BARTLETT, *Venture capital, Agency costs, and the false dichotomy of the corporation*, UCLA Law Review, Vol. 54, 2006, UGA Legal Studies Research Paper No. 06-006, p. 52. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=893906>.

<sup>69</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 173.

<sup>70</sup> Sul punto si veda *infra* in questa parte, capitolo 2, par. 2.2., lett. a).

<sup>71</sup>SANDERS, SKINNER, cit.

*contracts*"<sup>72</sup>. La "National Venture Capital Association" (NVCA)<sup>73</sup> fornisce dei modelli per ciascuno di questi contratti in modo da ridurre le tempistiche e i costi di negoziazione delle parti e stabilire delle norme di settore uniformi<sup>74</sup>.

Il primo documento che le parti sottoscrivono è il c.d. *amended and restated certificate of incorporation*, che consiste in una modifica dell'atto costitutivo della *startup*, necessaria per poter attuare determinate clausole volute delle parti. Questa modifica regola principalmente i diritti, le preferenze, i poteri e le restrizioni caratterizzanti ciascuna delle "classi" (categorie) di azioni emesse dalla società. Tra questi, come si vedrà, è assai frequente la previsione, a favore del socio investitore, di privilegi di tipo patrimoniale (vedi *infra* lett. a); del diritto di nominare o revocare alcuni amministratori della società (*infra* lett. b); del diritto di veto su determinate decisioni (*infra* lett. b); del diritto di *redemption* delle partecipazioni da parte della società (*infra* lett. c); e di clausole antidilutive (*infra* lett. f).

Il secondo documento è lo *stock purchase agreement*, ovvero il contratto di acquisto delle partecipazioni da parte dell'investitore. L'investimento di denaro del *venture capitalist* avviene, infatti, in cambio di una certa quantità di *stock* della *startup*. Il *purchase agreement* stabilisce, dunque, il prezzo e il numero delle azioni oggetto di vendita e le garanzie che le parti si impegnano reciprocamente a fornire in relazione all'acquisto.

Altri due importanti documenti sono: il *voting agreement* (accordo di voto) e l'*investment contract* (contratto di investimento). Essi regolano altri aspetti della relazione tra soci e investitori che non necessitano di essere inseriti nello statuto

---

<sup>72</sup> UTSET, *op.cit.*, p. 45.

<sup>73</sup> La National Venture Capital Association è un'associazione *non-profit* americana che riunisce investitori di *venture capital*, imprenditori e *partner* industriali al fine di sostenere la formazione di imprese a crescita elevata, indirizzando le politiche pubbliche, sviluppando nuove iniziative di settore, fornendo informazioni e supporto agli operatori dell'industria di *venture capital*.

<sup>74</sup> I modelli sono disponibili sul sito web dell'Associazione: <https://nvca.org/model-legal-documents/>.

sociale. Nei modelli forniti dall'NVCA anche la società è parte di questi contratti e si impegna a dargli esecuzione<sup>75</sup>.

In particolare, il *voting agreement* (vedi *infra* lett. d) è l'accordo attraverso cui soci e investitori di *venture* stabiliscono come debbano essere esercitati i diritti di voto spettanti ai soci in relazione a determinati eventi (solitamente l'acquisizione della società, o un'altra operazione di *exit*, e l'emissione di nuove azioni). Assai frequente in questo tipo di accordo è la previsione di un diritto di *drag-along* con riferimento alla vendita o fusione della società (vedi *infra* lett. e), la rinuncia al diritto di recesso in relazione a questa transazione e la rinuncia all'esercizio di azioni legali rispetto alla stessa.

L'*investment contract* (detto anche "Investors' Rights Agreement") è il contratto di contenuto più vario e regola ulteriori prerogative o obblighi delle parti. Le clausole più comuni riguardano "information rights"; limiti al trasferimento dei titoli; diritti di prelazione in caso di vendita o emissione di nuove azioni da parte della società.

Di seguito si esamineranno più da vicino le clausole che connotano la stragrande maggioranza degli accordi tra investitori di *venture* e soci imprenditori della *startup VC financed*. Nel paragrafo successivo, per completare il quadro, si vedranno altre componenti che tipicamente connotano il modello di investimento VC.

#### **a) Preferred stock**

La compagine societaria della quasi totalità delle società finanziate da *venture capital* presenta un tratto comune: la presenza di titolari di "preferred stock". Gli investimenti di *venture capital*, infatti, avvengono quasi esclusivamente attraverso l'acquisto di questo tipo di titoli. Le prerogative di questa classe di *stock* sono stabilite nell'*amended and restated certificate of incorporation*.

---

<sup>75</sup> Nel modello di *voting agreement* proposto dall'NVCA nel 2020 si precisa che: "The Company agrees to use its best efforts, within the requirements of applicable law, to ensure that the rights granted under this Agreement are effective and that the parties enjoy the benefits of this Agreement".

Solitamente le *preferred stock* attribuiscono un privilegio sia per quanto riguarda la distribuzione dei dividendi (*dividend preference*), sia con riferimento ad un “evento di liquidazione” (*liquidation preference*).

#### a.1. *Dividend preference*

Per quanto riguarda il privilegio nella distribuzione dei dividendi, esso consiste nel prevedere che il pagamento di utili a favore dei *common shareholders* possa avvenire solo dopo che siano stati pagati in una certa percentuale i *preferred shareholders*.

Le *startups* innovative, tuttavia, soprattutto all’inizio, non sono in grado di produrre utili elevati; e i pochi utili, spesso, vengono reinvestiti per mantenere il *business* in funzione, senza alcuna distribuzione a favore dei soci. Per questa ragione, affinché la *dividend preference* si riveli significativa è spesso previsto il c.d. dividendo cumulativo, il quale consente l’accumulo dei dividendi non pagati<sup>76</sup>. In caso di mancata distribuzione, al momento dell’*exit* del *venture capital* i dividendi accumulati si aggiungeranno alla fetta di “liquidazione” spettante all’investitore<sup>77</sup>.

#### a.2. *Liquidation preference*

Le c.d. *liquidation preferences*, invece, attribuiscono al *venture capitalist* il diritto di ricevere un certo ammontare dei ricavi derivanti da un “exit event” con

---

<sup>76</sup> GILSON, SCHIZER, *Understanding venture capital structure: A tax explanation for convertible preferred stock*, 116 Harvard Law Review 874, 2003, p. 882-883. Disponibile su: [https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1933&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1933&context=faculty_scholarship).

<sup>77</sup> In dottrina si è osservato che la presenza di un privilegio nella distribuzione dei dividendi e l’accumulo dei dividendi non pagati inibisce la capacità della società di effettuare pagamenti periodici nei confronti dei *commons* e diminuisce quindi fortemente il valore delle *common shares* (azioni che non presentano prospettive di un rendimento in denaro non sono molto appetibili e avranno un prezzo assai basso). Più dividendi vengono accumulati, quindi, più la struttura societaria della *startup* diventa problematica perché la fetta più grossa dell’interesse economico marginale è assegnata ai *preferred*. Così BRATTON, WATCHER, *A theory of preferred stock*, 161 U. Pa. L. Rev. 1815, 2013, p. 1825. Disponibile su [https://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/1391](https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1391).

preferenza rispetto agli azionisti ordinari<sup>78</sup>. Per *exit event* (o “liquidity event”) si intendono determinate operazioni attraverso cui l’investitore può liquidare il proprio investimento nella *startup*, quali fusioni, vendita delle partecipazioni o degli *asset* della società, scioglimento volontario o forzato della società<sup>79</sup>.

Solitamente l’ammontare della somma oggetto del privilegio di liquidazione è pari all’investimento iniziale effettuato dal *venture capital* (“original issue price”) più interessi (1x); mentre in altri casi – più rari - è un multiplo dell’investimento iniziale (2x o 3x). Nel caso sia prevista anche una *dividend preference* cumulativa, al prezzo di emissione originario si aggiungono anche i “dividends declared but unpaid”.

Un esempio aiuta a rendere più chiaro il concetto. Una *venture capital firm*, a fronte di un investimento nella *startup* pari a 50 milioni di dollari, si fa assegnare azioni con preferenza liquidatoria pari alla stessa cifra, ovvero 50 milioni, più interessi. In virtù di questa preferenza, qualora, dopo un certo lasso di tempo, i soci ricevano una offerta totalitaria di acquisto delle partecipazioni della società da parte di un terzo per 60 milioni e decidano di accettarla, i primi 50 saranno distribuiti al *venture capitalist*. Lo stesso in caso di fusione della *startup* con un’altra società.

La *liquidation preference* può essere di due tipi: non-partecipativa o partecipativa.

Nel primo caso, una volta distribuita la somma oggetto del privilegio al *venture capital*, il rimanente è distribuito unicamente tra i *common shareholders*<sup>80</sup>. Vi è quindi un limite al possibile profitto del *venture capital*, che, nella migliore delle ipotesi, riceverà la somma prevista dalla clausola di preferenza, non partecipando alla distribuzione dell’eventuale *surplus*. Nell’esempio sopra riportato, quindi, una

---

<sup>78</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 25.

<sup>79</sup> Nel modello dell’NCVA i principali “liquidation event” sono: a) “*voluntary or involuntary liquidation, dissolution or winding up of the Corporation*”; b) “*a merger or consolidation in which the Corporation is a constituent party*”; c) “*the sale, lease, transfer, exclusive license or other disposition, in a single transaction or series of related transactions, by the Corporation or any subsidiary of the Corporation of all or substantially all the assets of the Corporation and its subsidiaries as a whole*”.

<sup>80</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 26.

volta distribuiti i primi 50 milioni, i 10 milioni rimanenti dopo il pagamento della preferenza liquidatoria andranno integralmente a soddisfare i *common shareholders*.

Nel caso di una preferenza partecipativa, invece, una volta che l'ammontare del privilegio è stato pagato ai *venture capitalists*, e vi siano ancora dei proventi derivanti dall'evento di *exit* da distribuire, i *venture capitalists* parteciperanno *pro rata* alla loro distribuzione con gli azionisti comuni<sup>81</sup>, solitamente entro un certo ammontare prefissato (*participation cap*), in genere pari ad un multiplo del prezzo di acquisto originario<sup>82</sup>. Per stare all'esempio precedente, quindi, l'investitore di *venture* riceverà i 50 milioni, più una quota dei 10 milioni proporzionale all'ammontare della sua partecipazione nella *startup*. Ipotizzando che il *venture capitalist* detenga il 50% delle azioni, e che il *participation cap* sia fissato in 100 milioni (ovvero il doppio dell'investimento iniziale), egli, nel caso di una vendita per il valore di 60, riceverà 55 milioni (50 + 50% di 10).

Le preferenze liquidatorie (sia partecipative che non) sono solitamente dotate di un diritto di conversione, che consente al *venture capitalist* di convertire le proprie azioni con preferenza in azioni ordinarie in cambio della rinuncia al privilegio di liquidazione. In questo modo, a seguito della conversione, gli azionisti con preferenza riceveranno lo stesso pagamento per ogni azione di ogni altro azionista o socio ordinario<sup>83</sup>. La scelta di convertire, naturalmente, è conveniente solo qualora il valore della società sia largamente superiore a quello oggetto della *liquidation preference* o del *participation cap*, consentendo di partecipare illimitatamente nella distribuzione dei profitti della società a fronte della rinuncia al privilegio.

Nell'esempio utilizzato poc'anzi per il *venture capitalist* non è conveniente convertire: in caso di conversione al *venture capitalist* andrebbero solamente 30 milioni (50% di 60), anziché i 50 o 55 cui avrebbe diritto se non rinuncia alla sua

---

<sup>81</sup> GILSON, SCHIZER, *op.cit.*, p. 884.

<sup>82</sup> BROUGHMAN, *The role of independent directors in startup firms*, Utah Law Rev., 2010, p. 466.

<sup>83</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 162.

preferenza liquidatoria (50 in caso di preferenza non partecipativa, 55 per preferenza partecipativa). Se ipotizziamo, invece, che il prezzo di acquisizione della *startup* sia pari a 300 milioni, al *venture capitalist* conviene convertire: in caso di conversione al *venture capitalist* andrebbero 150 milioni (50% di 150), anziché i 50 o i 100 derivantigli dalla preferenza (100 nell'esempio è il limite massimo [il "cap"] del diritto di preferenza partecipativa, per cui si avrebbe 50 milioni + 50% dei 250 milioni rimanenti, il cui totale non può superare 100)<sup>84</sup>.

In sintesi, dunque, le *liquidation preferences* convertibili consentono al *venture capitalist*, da un lato, di mitigare i rischi nel caso di fallimento o *poor performance* della *startup* e, dall'altro, di partecipare al pari dei *commons* ai proventi della società qualora il *business* sia un grande successo<sup>85</sup>.

La dottrina ha fornito diverse spiegazioni a sostegno della scelta dello strumento di *preferred shares* rispetto a quello delle *common shares* o di uno strumento di debito.

---

<sup>84</sup> Dall'esempio riportato si può osservare come vi sia un *range* di valori della *startup* in cui il profitto individuale dell'investitore con preferenza non aumenta, nonostante un aumento del valore della società. Nel caso di una preferenza non partecipativa, infatti, sia che la società sia venduta per 60, sia che sia venduta per 70 o 80, al *venture capitalist* andranno solamente i 50 milioni oggetto della preferenza, mentre la conversione delle azioni sarà conveniente solo per valori superiori a 100. Per tutti i valori compresi tra 50 e 100 il ricavo del *venture capitalist* non cambia.

Nel caso di una preferenza partecipativa con limite di 100, invece, per il *venture capitalist* il *range* entro cui il suo ricavo non aumenta all'aumentare del valore della *startup* è compreso tra 150 e 200. Se il *venture capitalist* non converte, a lui spettano i 50 della preferenza, più il 50% del rimanente ma con limite totale di 100. Se ipotizziamo che la *startup* sia venduta per 150, quindi, al *venture capitalist* andranno  $50 + (\text{il } 50\% \text{ dei } 100 \text{ rimanenti}) = 50 + 50 = 100$ ; se ipotizziamo una vendita per 180, si avrà  $50 + (\text{il } 50\% \text{ dei } 130 \text{ rimanenti}) = 50 + 65 = 115$ , ma essendovi il limite di 100 al *venture capitalist* andranno comunque solo 100 se non converte.

Se il *venture capitalist* decide di convertire, invece, nel primo caso otterrebbe il 50% di 150, ovvero 75; nel secondo caso otterrebbe il 50% di 180, ovvero 90; valori entrambi inferiori a 100. La conversione è quindi per lui conveniente solo per valori superiori a 200.

KLAUSNER, VENUTO, *op.cit.*, p. 1409, parlano a questo proposito anche di "zona di indifferenza" per alludere al fatto che un aumento di valore dell'impresa non ha un impatto sul *payoff* individuale del *venture capitalist*.

<sup>85</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 162.

*In primis*, si è osservato che le preferenze liquidatorie consentono un migliore allineamento degli interessi di imprenditori e *venture capitalists*, riducendo gli *agency costs* associati all'investimento in *startups*<sup>86</sup>. Vediamo perché.

In primo luogo, l'uso di *preferred stock* riduce un problema di asimmetria informativa che sorge nella fase precedente all'investimento. Prima che il *venture capitalist* investa, il *founder* ha maggiori informazioni rispetto all'investitore sul valore effettivo dell'impresa e il VC corre il rischio che l'imprenditore ingigantisca tale valore e venda "overpriced equity". Tuttavia, assegnando al *venture capitalist* una *liquidation preference*, l'imprenditore dimostra di credere che l'impresa valga di più dell'ammontare oggetto della preferenza liquidatoria: l'imprenditore, infatti, non riceverà alcun profitto dall'impresa, a meno che il valore di "liquidazione" della stessa non superi quello della preferenza liquidatoria<sup>87</sup>.

In secondo luogo, con l'assegnazione di una preferenza liquidatoria ai soci investitori, gli imprenditori saranno maggiormente incentivati a comportarsi con maggiore lealtà e diligenza nel tentativo di portare il valore della *startup* ad un livello superiore all'ammontare della *liquidation preference* del *venture capitalist*<sup>88</sup>. Se la *startup* ottiene scarsi risultati, infatti, il *founder* riceverà una quota non proporzionale del valore dell'impresa o addirittura niente se il valore dell'impresa risulta inferiore al valore della *liquidation preference*<sup>89</sup>. L'ammontare della preferenza liquidatoria e dei dividendi cumulativi rappresenta la soglia di valore oltre la quale i *common shareholders* iniziano a trarre un ritorno sul loro investimento. Le azioni o quote privilegiate stimolano quindi la motivazione e l'impegno dell'imprenditore in tal senso<sup>90</sup>.

---

<sup>86</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 983.

<sup>87</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 983.

<sup>88</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 20.

<sup>89</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 983.

<sup>90</sup> KLAUSNER, VENUTO, *op.cit.*, p. 1404 e p. 1414. Sul punto si è però osservato che l'accumulazione di *liquidation rights* può ridurre i profitti di imprenditori e dipendenti ad una fetta talmente ridotta che essi avranno pochi incentivi a rimanere nella società e a lavorare sodo per massimizzarne il valore. *Liquidation preferences* molto elevate, dunque, condurrebbero a risultati subottimali.

Secondo alcuni autori, inoltre, le *liquidation preferences* incentivano i *founders* ad adottare una strategia di *business* più rischiosa, allineando così la propensione al rischio di VCs e imprenditori<sup>91</sup>. La preferenza liquidatoria, infatti, impedisce ai *founders* di ricevere alcun tipo di ritorno a meno che la *startup* non venga venduta per un ammontare assai elevato, circostanza che li indurrebbe a prendere scelte più rischiose<sup>92</sup>.

Un'altra spiegazione che è stata data rispetto all'utilizzo assoluto di *preferred stock*, piuttosto che di *common stock*, è di tipo fiscale<sup>93</sup>. Si è rilevato che l'uso di azioni privilegiate nel sistema americano consente di ridurre il carico fiscale del personale dipendente della *startup* (remunerato – come si vedrà - con l'assegnazione di *common stock* e solo in piccola parte da *cash*), consentendo quindi alla società di pagare meno i propri *employees*<sup>94</sup>.

Altro evidente vantaggio delle *preferred shares* rispetto alle *common shares*, infine, è che le prime danno maggiori garanzie all'investitore in termini di ritorno di quanto investito.

Per quanto riguarda, invece, il confronto con gli strumenti di debito, questi ultimi in genere non consentono all'investitore di *venture* di partecipare agli aumenti di valore derivanti dall'eventuale successo di una *startup*, dando solo diritto alla restituzione del finanziamento effettuato. Come si è visto, affinché il modello di *business* del fondo di investimento funzioni, è necessario che il fondo partecipi ai ricavi derivanti da quei pochi investimenti che non falliscono. In assenza della

---

<sup>91</sup> Secondo BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*, i fondi di *venture capital* sanno che il loro successo dipende quasi interamente dal raggiungimento di risultati eccezionali (*home-run*) da parte di una o due *startup*, per cui sono incentivati a prendere dei rischi per aumentare le loro *chance* di successo. I fondi possono inoltre diversificare il rischio dell'investimento attraverso la composizione del loro portafoglio. Per contro i *founders* sarebbero di regola maggiormente avversi al rischio in quanto non possono diversificare il rischio e in genere hanno investito tutte le loro risorse nello stesso progetto imprenditoriale.

<sup>92</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>93</sup> GILSON, SCHIZER, *op.cit.*, p. 876 ss.

<sup>94</sup> GILSON, SCHIZER, *op.cit.*, p. 874 ss. Per una sintesi si veda KORSMO, *Venture capital and preferred stock*, 78 *Brook Law Rev.*, 2013, p. 1174. Disponibile su: [https://scholarlycommons.law.case.edu/faculty\\_publications/62](https://scholarlycommons.law.case.edu/faculty_publications/62).

prospettiva di ottenimento di un potenziale enorme ritorno, per il *venture capitalist* non è conveniente investire.

I *preferred stock*, inoltre, consentono ai *venture capitalists* di svolgere un ruolo attivo nel monitoraggio e nella gestione delle società del portafoglio; ruolo che, come si è visto, è di fondamentale importanza per il successo del *business* e che non sarebbe loro consentito svolgere qualora essi fossero titolari di strumenti di debito. Nel diritto americano, infatti, qualora i titolari di obbligazioni o altri strumenti di debito, esercitino il controllo o partecipino in qualche modo alla gestione, rischiano di perdere il diritto alle loro condizioni contrattuali<sup>95</sup>.

Malgrado i notevoli aspetti positivi, l'uso di *preferred shares* non è privo di svantaggi; esso crea infatti un conflitto di interessi tra i soci che, per via dei loro diversi diritti patrimoniali, li induce in numerose occasioni a preferire strategie di gestione differenti. L'esistenza di questi conflitti rende dunque l'assegnazione di diritti di controllo particolarmente importante in una *startup*, al fine di poter imporre od ostacolare determinate decisioni di gestione.

#### **b) Assegnazione di particolari diritti di controllo**

I *venture capitalists* cercano di mitigare il rischio del loro investimento chiedendo l'assegnazione di particolari diritti di voto e di controllo sul *board* della *startup*, così da ottenere l'accesso alle informazioni più rilevanti, monitorare il comportamento degli imprenditori, avere il potere di determinare o bloccare le decisioni più importanti<sup>96</sup>. Invero, il controllo di una *startup VC-financed* è stabilito mediante negoziazione tra le parti e non è esercitato automaticamente da chi detiene la partecipazione di maggioranza.

In primo luogo, l'investitore di *venture capital* cerca di farsi assegnare speciali diritti di voto che gli consentano di imporre un veto su importanti decisioni<sup>97</sup>, ad esempio subordinando l'esecuzione di una certa operazione al proprio consenso. A

---

<sup>95</sup> KORSMO, *op.cit.*, p. 1175.

<sup>96</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 180.

<sup>97</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit., p. 53-54.

questo proposito si parla solitamente di “protective provisions”<sup>98</sup>, ovvero di clausole di protezione. Solitamente queste hanno ad oggetto decisioni di fusione, modifiche dello statuto lesive per il *venture capitalist*, l’emissione di una nuova categoria di azioni o quote con diritto di prelazione rispetto alle pretese del *venture capitalist*<sup>99</sup>.

Per mezzo delle *protective provisions*, tuttavia, il VC acquista solamente un diritto di bloccare decisioni a lui sgradite ma non la capacità di porre in essere le decisioni desiderate<sup>100</sup>. Per il compimento delle operazioni di gestione è richiesta infatti l’approvazione a maggioranza da parte del *board of directors* della società (e, per certe operazioni, anche dell’assemblea)<sup>101</sup>. Pertanto, oltre ai diritti di veto, il socio di *venture capital* cerca di negoziare anche il controllo del *board* attraverso la nomina di suoi rappresentanti. Accade spesso che uno dei fondatori o *general partners* del fondo di *venture capital* sia anche uno degli amministratori della *startup* innovativa facente parte del portafoglio del fondo. In questo caso egli sarà soggetto a un doppio dovere fiduciario: uno nei confronti della società del portafoglio, l’altro nei confronti degli investitori, *limited partners* del fondo<sup>102</sup>.

A seconda dell’esito delle negoziazioni, il *board* della *startup* può essere controllato dai fondatori (*founder-controlled*), controllato dagli investitori (*investor-controlled*) o equamente ripartito tra fondatori e investitori (*shared control*)<sup>103</sup>. Sebbene, secondo un importante studio empirico, nella maggior parte dei casi lo *shared control* rappresenterebbe l’opzione più frequente nella prassi<sup>104</sup>, la dottrina

---

<sup>98</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 24.

<sup>99</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 24.

<sup>100</sup> BROUGHMAN, *Investor opportunism, and Governance in Venture Capital*, in *Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies*, a cura di Cumming, John Wiley & Sons, 2010, p. 347 ss.

<sup>101</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1328.

<sup>102</sup> LEMKE, LINS, HOENIG, RUBE, *op.cit.* Sebbene in molti casi la massimizzazione del rendimento del fondo nei confronti dei *limited partners* si ottiene mediante la massimizzazione del valore delle singole società del portafoglio, vi sono casi in cui vi è un disallineamento tra gli interessi degli investitori del fondo e l’interesse delle *startup* in cui il fondo ha investito. Per un esempio vedi *infra* in questa parte, capitolo 3, par. 3.2., lett. b).

<sup>103</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 181.

<sup>104</sup> Si tratta dello studio - non più recentissimo - di KAPLAN, STROMBERG, *Financing contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*,

maggioritaria sembra ritenere che siano in realtà i *venture capitalists* a detenere più spesso il controllo di fatto del *board*<sup>105</sup>.

Sul punto si è in ogni caso osservato che l’allocazione del controllo tra le parti all’interno del *board* si ricolleggi almeno in parte al loro potere contrattuale<sup>106</sup>. Se il *venture capitalist* ha un’ottima reputazione o se nel mercato vi è un’alta domanda di

---

NBER Working Paper n. 7660, 2000, Disponibile su: <http://www.nber.org/papers/w7660>, p. 17 dell’estratto, da cui risulta che il 62% delle *startups VC financed* prese a campione presentano un *board* equamente diviso tra rappresentanti dei soci imprenditori e dei soci investitori; il 26% un *board* in maggioranza composto da rappresentanti dei *venture capitalist* e il 12% un *board* composto in modo prevalente da rappresentanti dei soci fondatori.

<sup>105</sup> Diversi autori hanno rilevato come i dati risultanti dallo studio di Kaplan e Stromberg non rispecchierebbero le reali posizioni di potere all’interno delle *startup VC financed*, in quanto spesso i *directors* di nomina comune non sarebbero veramente indipendenti, ma tenderebbero a perseguire gli interessi dei *venture capitalists*. Le *startup*, dunque, sarebbero in prevalenza controllate da rappresentanti dei *preferred shareholders*. Così FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 988. Nello stesso senso anche KATZ, *Addressing the harm to common stockholders in Trados and Nine Systems*, 118 Colum. L. Rev. Online, 2018, p. 237, secondo cui “*VC firms frequently, if not uniformly, obtain board control over their target investments*”.

Sul punto vedi anche ATANASOV, IVANOV, LITVAK, *The impact of litigation on venture capitalist reputation*, Working Paper 13641, 2007, disponibile su: <http://www.nber.org/papers/w13641>, p. 2 dell’estratto, i quali definiscono i contratti tra VCs e imprenditori contratti “one-sided”, ovvero contratti strutturati per proteggere una sola parte, il *venture capitalist*, contro i rischi di comportamenti scorretti degli imprenditori. Essi ritengono dunque che la percentuale di *startup* controllate “de facto” dai *venture capitalists* sia notevolmente superiore rispetto a quanto formalmente appare guardando ai dati. Concordano anche UTSET, *op.cit.*, p. 73, e KRUMM, *op.cit.*, p. 12-13 dell’estratto. In particolare, secondo quest’ultimo, secondo cui i contratti di *venture capital* sono per la gran parte contratti non negoziabili, le cui clausole sono predisposte per tutelare gli interessi del fondo di *venture*, attribuendo al *venture capitalist* il maggiore controllo possibile sulla società del portafoglio. L’autore sostiene, tuttavia, che sebbene le condizioni del contratto possano apparire a prima vista manifestamente ingiuste per l’imprenditore, non bisogna dimenticare la quantità di rischio che gli investitori sopportano in relazione a investimenti così speculativi.

Per un’opinione contraria vedi SMITH, *op.cit.*, p. 317, secondo cui la dottrina in genere sovrastima i diritti di controllo esercitati dal *venture capitalist*, che in realtà otterrebbe diritti di controllo solo in stadi più avanzati dell’investimento, mentre all’inizio sarebbe soggetto a una sorta di *lock-in* del capitale versato. Vedi anche BLANK, *When founders go too far*, in Harvard Business Review, 2017. Disponibile su: <https://hbr.org/2017/11/when-founders-go-too-far>.

<sup>106</sup> Sul punto vedi WILLIAMS, *Venture capital contract design: an empirical analysis of the connection between bargaining power and venture financing contract terms*, 23 Fordham J. Corp. & Fin. L. 105, 2017, p. 106 ss., il quale afferma che la parte con un maggiore *bargaining power* è in grado di negoziare un prezzo e dei termini più favorevoli.

finanziamenti di *venture capitalist*, è probabile che la *venture capital firm* sia in grado di negoziare diritti di controllo più favorevoli. Viceversa, se l'imprenditore ha un'ottima fama o la domanda di mercato di finanziamenti non è tanto elevata, l'imprenditore sarà in grado di mantenere maggiori diritti di controllo. Avendo accesso a diversi canali di finanziamento, infatti, egli acquista potere negoziale nei confronti del *venture capitalist* che, dovendo competere con altri investitori, è più propenso ad accettare le richieste dell'imprenditore<sup>107</sup>.

In generale, si rileva che la rappresentanza dei *venture capitalists* all'interno del *board* tenda ad aumentare con i successivi *round* di finanziamento o comunque nelle fasi di vita della *startup* successive all'*early stage*<sup>108</sup>.

È inoltre assai frequente che il controllo del *board* non venga assegnato in modo fisso all'una o all'altra tipologia di soci e che l'assegnazione del controllo sia condizionata al verificarsi di determinati eventi futuri, quali il raggiungimento di determinati obiettivi di risultato da parte della società. Ad esempio, può prevedersi che al mancato conseguimento di un certo *target* di *performance*, il *venture capitalist* acquisti il diritto di nominare nuovi rappresentanti all'interno del consiglio di amministrazione. Con questa tecnica si fa quindi in modo che l'investitore abbia il controllo del *board* nel caso in cui le cose vadano male, mentre l'imprenditore lo mantenga nel caso in cui le cose vadano bene (c.d. *state-contingent control*, ovvero controllo condizionato a un certo stato delle cose)<sup>109</sup>. Il vantaggio di questa soluzione è quello di eliminare ogni incentivo per l'imprenditore a ingigantire o fornire rappresentazioni non veritiere delle prospettive di crescita dell'impresa: se le previsioni non vengono soddisfatte in quanto esagerate, infatti, l'imprenditore perderà il controllo della *startup*, che passerà al *venture capitalist*<sup>110</sup>.

---

<sup>107</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 15; BRATTON, *Venture capital on the downside: Preferred stock and corporate control*, 100 Mich. Law Review, 891-945, 2002, p. 922. Disponibile su: <https://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/51>.

<sup>108</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1329; KORSMO, *op.cit.*, p. 1172-1173; FAN, *op.cit.*, 2022.

<sup>109</sup> BROUGHMAN, *Investor opportunism*, cit., p. 351.

<sup>110</sup> ATANASOV, *op.cit.*, p. 372.

In sintesi, dunque, il controllo di una *startup VC financed* di regola cambia nel tempo ed è separato dai diritti di proprietà sulla stessa o dai diritti patrimoniali spettanti ai soci<sup>111</sup>.

### **c) Redemption clauses**

Il termine *redemption* si riferisce all'acquisto di azioni proprie da parte della società su richiesta di un socio ad un certo prezzo determinato nel contratto di investimento<sup>112</sup>. Solitamente la clausola è costruita come opzione *put*, in base alla quale il *venture capitalist* può chiedere alla società di acquistare la sua partecipazione ad un prezzo prefissato ovvero ad un prezzo pari al più alto tra il prezzo originario di emissione pagato dal *venture capitalist* e il giusto valore di mercato dei titoli detenuti<sup>113</sup>.

La legge del Delaware limita le circostanze in cui i *redemption rights* possono essere legittimamente eseguiti, condizionando l'acquisto di azioni proprie da parte della società all'esistenza di un surplus e di fondi legalmente disponibili per tale fine<sup>114</sup>. Questa condizione, specie nel contesto di mercato di riferimento, pone seri problemi di esercizio del diritto, considerato che – specialmente nelle situazioni in

---

<sup>111</sup> POLLMAN, *op. cit.*, p. 182. Sul punto si è osservato - WASSERMAN, *The founder's dilemma*, in Harvard Business Review, 2008, disponibile su: <https://hbr.org/2008/02/the-founders-dilemma> - che i soci imprenditori sono generalmente motivati da due fattori nella realizzazione del loro progetto: diventare ricchi e dirigere una impresa di grande successo. Difficilmente, tuttavia, essi sono in grado di realizzare entrambi e man mano che l'impresa procede essi devono scegliere tra i due. Se vogliono attirare capitale in grado di espandere il *business* su larga scala, essi devono cedere il controllo della società a terzi, emettendo nuove azioni e cedendo nuove sedie all'interno del *board*. Una volta che il *founder* perde il controllo del *board* il suo ruolo come CEO è a rischio. Viceversa, se i *founders* preferiscono mantenere il controllo della *startup*, difficilmente questa, in assenza di capitali adeguati, può raggiungere il successo sperato. Per contro, sono assai rari i casi in cui i *founders* riescono ad ottenere entrambi.

<sup>112</sup> SMITH, *op.cit.*, p. 348.

<sup>113</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 27.

<sup>114</sup> Del. Code ann. Tit. 8 § 160 (a) “...no corporation shall: Purchase or redeem its own shares of capital stock for cash or other property when the capital of the corporation is impaired or when such purchase or redemption would cause any impairment of the capital of the corporation...”.

cui l'investitore ha interesse ad attivare la *redemption option* – le disponibilità di cassa della *startup* sono solitamente assai limitate.

Nel modello di statuto fornito dall'NVCA è previsto che, a fronte di una richiesta di *redemption*, la società debba utilizzare tutti i suoi *assets* al solo fine di eseguire la richiesta, nei limiti consentiti dal diritto del Delaware. Se, per via di questi limiti, non è possibile dare integrale esecuzione al diritto di *redemption*, la società dovrà acquistare ratealmente il numero massimo di *shares* che la legge consente<sup>115</sup>.

Come si vedrà in seguito, l'attuazione di questo tipo di clausole può essere limitata sia dalla applicazione della *business judgement*

*rule* alle decisioni del *board*, sia dai doveri fiduciari dell'organo amministrativo<sup>116</sup>.

Il modello dell'NVCA consiglia, pertanto, al socio investitore di inserire – accanto al diritto di *redemption* – anche delle “enforcement provisions” o “penalty provisions” da applicarsi nel caso della mancata esecuzione del diritto da parte della società, come ad esempio clausole che assegnino al *venture capitalist* il controllo del *board* nel caso in cui la *redemption* non avvenga.

#### **d) Accordi di voto**

Per l'approvazione di certe operazioni in grado di modificare sostanzialmente le condizioni di investimento dei soci o provocare cambiamenti strutturali dell'assetto societario il diritto del Delaware richiede, oltre all'approvazione del *board of directors*, il voto maggioritario degli *shareholders*. Anche qualora i *venture capitalists*

---

<sup>115</sup> “Upon receipt of a Redemption Request, the Corporation shall apply all of its assets to any such redemption, and to no other corporate purpose, except to the extent prohibited by Delaware law governing distributions to stockholders... If on any Redemption Date Delaware law governing distributions to stockholders prevents the Corporation from redeeming all shares of Preferred Stock to be redeemed, the Corporation shall ratably redeem the maximum number of shares that it may redeem consistent with such law, and shall redeem the remaining shares as soon as it may lawfully do so under such law”.

<sup>116</sup> Su questo punto si veda *infra* in questa parte, capitolo 5, par. 5.1. Per questi motivi, WEISS, *op.cit.*, p. 27, sminuisce l'efficacia dei *redemption rights* all'interno dei contratti di investimento tra *venture capitalist* e imprenditore.

si assicurino il controllo del *board*, dunque, per prendere determinate decisioni - tra cui anche molte delle operazioni di *exit* - è necessario il voto favorevole della maggioranza dei soci<sup>117</sup>.

Per questo motivo, i *venture capitalist* titolari di una partecipazione minoritaria, non detenendo sufficienti diritti di voto, in fase di negoziazione con gli imprenditori, cercano di ottenere l'inserimento nello statuto di clausole che consentano loro - in certe circostanze - di forzare il voto dei *commons* a favore di una certa decisione<sup>118</sup>.

La presenza di accordi di voto che impongano ad una parte di votare in un determinato modo ha altresì il vantaggio per il *venture capitalist* di far venir meno il diritto di recesso del socio interessato: una volta che un socio, in ottemperanza all'accordo, vota a favore di una certa operazione, non può più esercitare il diritto di *appraisal*<sup>119</sup>, concesso ai soli azionisti che esprimono voto contrario<sup>120</sup>. Per contro, in assenza di questo tipo di previsioni, la società sarebbe tenuta a pagare ai soci che voteranno in senso contrario all'operazione un prezzo pari al *fair value* della loro partecipazione al momento della decisione; circostanza che può condizionare la convenienza stessa dell'operazione per il socio di controllo. Poter eliminare questa possibilità è dunque una prerogativa assai importante per il *venture capitalist*<sup>121</sup>.

#### **e) Diritto di *drag-along***

---

<sup>117</sup> Il Delaware di regola non richiede l'approvazione della decisione da parte di ogni categoria di azioni separatamente, per cui è sufficiente avere in generale la maggioranza dei voti per ottenere l'approvazione necessaria.

<sup>118</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1331.

<sup>119</sup> Il diritto di ricevere dalla società un prezzo pari al "fair value" della propria partecipazione.

<sup>120</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1331.

<sup>121</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 1004. Sulla possibilità di rinunciare *ex ante* al diritto di *appraisal* si veda *infra* in questa parte capitolo 5, par. 5.2., lett. b).

Per evitare al socio investitore di rimanere bloccato nella società, è assai frequente prevedere nel contratto di investimento un diritto di *drag-along* a suo favore<sup>122</sup>.

La clausola di *drag-along* assegna a uno o più soci il diritto di forzare gli altri soci a vendere le loro partecipazioni a un terzo allo stesso prezzo e sotto le stesse condizioni del socio che esercita il diritto di *drag-along*. I potenziali acquirenti vedono con favore questa clausola in quanto essa facilita l'acquisizione della totalità o di una significativa parte delle partecipazioni della società *target*<sup>123</sup>.

La clausola può essere strutturata anche in modo più ampio, consentendo al titolare del diritto di trascinamento di forzare una "sale" della *corporation* non solo mediante vendita delle partecipazioni, ma anche attraverso una fusione o una vendita degli *asset* della società. L'accordo consiste in sostanza nell'imposizione di un vincolo di voto al socio imprenditore, il quale è tenuto a votare a favore dell'operazione di *exit* e, così facendo, a rinunciare al diritto di recesso, che spetta solo a colui che esprime un voto contrario.

Nel modello di *voting agreement* dell'NVCA, per esempio, il diritto di *drag-along* è attivato nel caso in cui una certa percentuale dei detentori di azioni *preferred* o altra classe approvi una "sale of the company", con ciò intendendosi sia una acquisizione delle partecipazioni della società ("stock sale"), sia un evento di liquidazione quale una fusione, una vendita, un affitto, un trasferimento o altra disposizione di tutti o alcuni degli *asset* della società. Una volta esercitato il diritto, le parti ("each stockholders and the company") si impegnano a votare in favore dell'operazione (se questa richiede l'approvazione degli *shareholders*) e ad opporsi a qualsiasi altra proposta che possa ritardare o pregiudicare la capacità della società di compiere l'operazione di *sale*. Esse si impegnano altresì a rinunciare a qualsiasi diritto di dissenso o diritto di recesso previsto dalla legge rispetto alla suddetta

---

<sup>122</sup> CABLE, *Does Trados matter?*, 45 The Journal of Corporation Law 311, 2020, UC Hastings Research Paper No. 367, p. 117. Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3464276](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3464276).

<sup>123</sup> Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York, cit., p. 1185.

operazione o a promuovere qualsiasi azione legale circa la validità o la violazione di doveri fiduciari in connessione alla stessa<sup>124</sup>.

#### **f) Clausole antidilutive**

Nel corso della sua vita la *startup* ha via via bisogno di nuovi finanziamenti, per cui periodicamente essa cerca di attrarre nuovi investimenti di *venture* offrendo in cambio nuove azioni. L'emissione di nuove azioni a favore di terzi può diluire i diritti patrimoniali e di voto dei soci già esistenti, i quali deterranno una percentuale inferiore dei titoli emessi nel complesso dalla società. Per tutelarsi contro la possibile futura diluizione delle sue partecipazioni allora il *venture capitalist*, nella fase di negoziazione con la *startup*, in genere chiede l'assegnazione di *preemptive rights* (diritti di prelazione) e la presenza di clausole antidilutive a suo favore<sup>125</sup>.

I *preemptive rights* assegnano al loro titolare una prelazione sull'acquisto di nuove azioni o altri titoli che la *startup* offre di emettere<sup>126</sup>.

Le clausole antidilutive, invece, proteggono il *venture capitalist* da una diluizione della sua partecipazione, che si verifica là dove egli non sottoscriva un numero di nuove azioni proporzionale alla sua attuale partecipazione; ovvero da una diluizione del valore della sua partecipazione, che si determina quando l'emissione di nuove azioni avvenga ad un prezzo per azione inferiore a quello pagato dai *preferred shareholders*. L'emissione di nuove *shares* ad un prezzo inferiore a quello del precedente *round* di finanziamento è noto come "down round" e tipicamente segnala che la società non sta andando bene. In questi casi, la clausola antidiluitiva in genere funziona riducendo il prezzo di conversione delle azioni privilegiate già emesse in azioni ordinarie. Se ad esempio inizialmente le *preferred shares* potevano essere convertite in *common stock* secondo un rapporto di uno a

---

<sup>124</sup> Vedi il *voting agreement model* pubblicato dall'NVCA.

<sup>125</sup> LEMKE, LINS, HOENIG, RUBE, *op.cit.*

<sup>126</sup> Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York, *cit.*, p. 1191.

uno, con l'attivazione della clausola antidiluitiva le *preferred shares* saranno convertibili in un numero maggiore di *common shares*<sup>127</sup> (ad esempio due *common shares* per ogni *preferred share*).

Le clausole antidilutive più favorevoli all'investitore sono dette "full-ratchet"; le clausole "weighted average", invece, forniscono una protezione inferiore. In presenza di una clausola *full-ratchet*, nel caso di un *down round*, il prezzo di conversione è uguale al prezzo di acquisto delle nuove azioni, indipendentemente dall'ammontare di capitale raccolto con il *down round*. Una clausola *weighted average*, invece, modifica il prezzo di conversione sulla base della somma raccolta mediante il *down round* in relazione alla capitalizzazione complessiva della società. Maggiore sarà l'ammontare raccolto con il *down round*, maggiore è la diminuzione del prezzo di conversione<sup>128</sup>.

## **2.2. Altri elementi tipici degli investimenti di *venture capital***

### **a) *Staged investments***

Un *venture capitalist* tipicamente suddivide il proprio investimento in varie fasi, investendo via via nuove risorse dopo aver osservato l'andamento della società rispetto alle previsioni iniziali. Il frazionamento dell'investimento consente al *venture capitalist* di investire una minore somma di denaro all'inizio, quando ancora non si conosce il *management team* della società e le previsioni sul *business* sono quanto mai incerte<sup>129</sup>. Se il *business* o il *management* deludono le aspettative, il *venture capital* può decidere di non finanziare ulteriormente la società evitando così perdite maggiori. Alternativamente, qualora il fondo di *venture capital* decida di concedere un altro finanziamento alla società, potrà farlo avendo maggiori informazioni circa la qualità del *management team* e la fattibilità e potenzialità del *business*, e potendo negoziare maggiori poteri di controllo e maggiori garanzie<sup>130</sup>.

---

<sup>127</sup> WILLIAMS, *op.cit.*, p. 131.

<sup>128</sup> WILLIAMS, *op.cit.*, p. 131.

<sup>129</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit., p. 53-54.

<sup>130</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit., p. 53-54.

Solitamente i vari *round* di finanziamento hanno luogo a distanza di due anni l'uno dall'altro e ognuno di essi è volto a fornire alla *startup* il capitale necessario per raggiungere obiettivi di risultato prefissati (c.d. *milestones*), il cui raggiungimento determina il bisogno di un ulteriore apporto di capitale<sup>131</sup>.

La prassi dell'investimento scaglionato svolge anche un'importante funzione di controllo sul *management*. Gli amministratori, infatti, sapendo che se non raggiungono i risultati previsti vi è il rischio di mancato futuro finanziamento da parte del *venture capitalist*, dovrebbero essere indotti a una maggiore diligenza nella gestione della *startup*. Essi, inoltre, saranno meno inclini a sovrastimare le prospettive economiche della società in fase di negoziazione con il fondo di *venture capital*. Invero, per assicurarsi i futuri investimenti, i *managers* devono fissare obiettivi realisticamente raggiungibili, perché solo con il loro raggiungimento la società riceverà nuove risorse per proseguire l'attività<sup>132</sup>.

La società, per ottenere nuovi finanziamenti, può naturalmente rivolgersi anche a nuovi investitori esterni. Il fatto che un investitore interno alla società si rifiuti di investire nuove risorse, tuttavia, rappresenta un segnale assai negativo per i nuovi investitori circa la situazione della società, in grado di disincentivarli dall'investire<sup>133</sup>. A ciò si aggiunge il fatto che gli investitori del primo *round* di finanziamenti potrebbero aver negoziato con la società un diritto di veto sull'emissione di nuove azioni, potendo in questo modo bloccare nuovi investimenti di *equity* da parte di terzi<sup>134</sup>.

La presenza di periodici *round* di investimento pone, come si è visto, un problema di diluizione della partecipazione dei soci originari. Qualora questi ultimi non partecipino ai nuovi investimenti di capitale, infatti, la loro partecipazione potrebbe essere significativamente diluita. È questo quanto spesso avviene rispetto

---

<sup>131</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 27.

<sup>132</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit., p. 53-54.

<sup>133</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit., p. 53-54. Nello stesso senso POLLMAN, *op.cit.*, p. 186, secondo cui gli investitori che già partecipano nella *startup* sono estremamente importanti non solo come futura fonte di capitale, ma anche per attrarre altri potenziali investitori.

<sup>134</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit., p. 54.

alla partecipazione di fondatori, imprenditori e altri *common shareholders*, la cui percentuale sul ricavato di un evento di liquidazione si riduce progressivamente di *round in round* con la concessione di nuove preferenze liquidatorie. Secondo la National Venture Capital Association, la composizione della compagine societaria delle *startup VC-financed* si evolve in maniera alquanto prevedibile. Nello specifico, si passa dal 100% delle azioni in mano ai fondatori nella fase di *self-funding*, al 70% con il primo finanziamento di *venture capital* nella fase di *early-stage*, al circa il 38% con il terzo round di finanziamento<sup>135</sup>.

Quando i nuovi *round* di finanziamento avvengono mediante l'emissione di una nuova categoria di *preferred stock* a favore dei nuovi investitori<sup>136</sup>, si possono creare dei conflitti di interesse tra gli investitori dei vari *rounds*. Ogni investitore investe un ammontare diverso, ad un prezzo unitario per azione diverso, in una fase di vita diversa della *startup*; conseguentemente avrà profili di rischio ed esigenze di *exit* diverse rispetto agli altri. Attraverso gli *staged investment*, dunque, ai conflitti di interesse tra imprenditori e investitori, possono aggiungersi i conflitti di interesse tra gli investitori dei vari *rounds*<sup>137</sup>.

Quando una *startup* emette diverse categorie di azioni con preferenza, essa specifica nei documenti costitutivi l'ordine di soddisfazione delle preferenze liquidatorie delle varie categorie. L'ordine più comune è noto come "pari passu", in base al quale tutte le categorie di *preferred* avranno diritto ad ottenere il pagamento allo stesso momento delle altre in misura proporzionale alla partecipazione (*on a pro rata basis*)<sup>138</sup>.

### ***b) Syndication of Investments***

Un'altra tecnica usata dai *venture capitalists* per ridurre il rischio del loro investimento è la "sindacazione" degli investimenti. In genere questa avviene in due

---

<sup>135</sup> I dati sono riportati da POLLMAN, *op.cit.*, p. 174.

<sup>136</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1327.

<sup>137</sup> KLAUSNER, VENUTO, *op.cit.*, p. 1409.

<sup>138</sup> WILLIAMS, *op.cit.*, p. 128.

modi. La prima ipotesi è che un investitore, una volta identificata una *startup* con buone potenzialità, prima di investire decida di coinvolgere nell'investimento anche altri investitori. La seconda ipotesi è invece che, con il crescere della società e del suo bisogno di finanziamenti, il *venture capital investor* già presente nella società richieda a nuovi fondi di investire, assegnando a uno di questi il compito di condurre il successivo *round* di finanziamenti<sup>139</sup>. Solitamente si dice che l'investitore di ogni *round* con la partecipazione maggiore "leads", ovvero conduce, il *round*, mentre gli altri investitori "follow"<sup>140</sup>.

La condivisione dell'investimento con più *venture capitalists* consente al singolo investitore di sostenere un rischio minore rispetto a quello che avrebbe sostenuto se avesse versato da solo l'intera somma. Grazie alla sindacazione, inoltre, i fondi di *venture capital* possono diversificare maggiormente i propri investimenti, riducendo così il rischio complessivo del proprio portafoglio. Coinvolgere più investitori è anche un modo per scambiarsi giudizi e informazioni su una particolare opportunità di investimento<sup>141</sup> e per ridurre i costi di controllo e monitoraggio di una certa *startup*, affidandosi al controllo svolto da altri investitori.

Un aspetto interessante della sindacazione è che non sempre gli investitori di un certo *round* avranno gli stessi interessi rispetto ad un evento di *exit*. Le preferenze dei vari investitori, infatti, variano a seconda della fase di vita del fondo di investimento (se vicino a lontano rispetto al *final term*), a seconda dell'andamento complessivo del fondo, e a seconda della loro soggettiva valutazione circa le possibilità di crescita della *startup*<sup>142</sup>.

### **c) La *equity-based compensation* degli *employees*. La sostituzione dei *managers***

---

<sup>139</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit., p. 55.

<sup>140</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 163.

<sup>141</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit., p. 56.

<sup>142</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 163.

I fondatori e i dipendenti più importanti della *startup* solitamente detengono una rilevante partecipazione nella società.

I *founders* che ricoprono un ruolo nel *management* in genere ricevono salari sotto la media, ma sono titolari di una partecipazione significativa. La remunerazione dei c.d. “key employees”<sup>143</sup> è di regola costituita in minima percentuale da un salario liquido e, per la gran parte, da *common stock*, *stock options* o c.d. “vested shares”<sup>144</sup>. Si parla di “vesting option” e “vested shares” per indicare opzioni esercitabili solo una volta trascorso un certo periodo di tempo (*vesting period*) e azioni su cui si ha o si ottiene la titolarità solo dopo la scadenza di un certo lasso temporale.

Al contrario di quanto avviene in altri settori, inoltre, per le *startup* innovative è comune che la remunerazione tramite partecipazioni azionarie nella società non sia limitata ai *managers* di alto livello, ma riguardi anche i dipendenti di grado più basso<sup>145</sup>.

Considerate le scarse disponibilità liquide delle *startups*, la remunerazione dei dipendenti tramite *equity* consente alla *startup* di competere sul mercato del lavoro garantendosi i migliori lavoratori, nonostante non sia in grado di pagare salari liquidi competitivi.

I vantaggi di questa prassi sono molteplici. In *primis*, un pagamento “equity-based” consente di collegare il compenso dei *managers* alla *performance* della società, in questo modo riducendo il rischio che gli amministratori si sottraggano ai loro doveri o perseguano i propri fini personali<sup>146</sup>. Lo stesso vale per gli altri *employees* della *startup*, i cui interessi vengono così allineati a quelli degli altri *shareholders* e della società<sup>147</sup>.

---

<sup>143</sup> Nel modello di *investment contract* dell’NVCA i “key employee” sono definiti come “any executive-level employee (including division director and vice president-level positions) as well as any employee who, either alone or in concert with others, develops, invents, programs, or designs any Company Intellectual Property”.

<sup>144</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit., p. 53.

<sup>145</sup> KORSMO, *op.cit.*, p. 1220.

<sup>146</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit. p. 53.

<sup>147</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 1010.

In secondo luogo, la *equity compensation* aiuta i VCs a selezionare i *founders* migliori, riducendo il rischio di *adverse selection*. Solo i *founders* che credono realmente nel proprio progetto e nelle loro capacità di realizzarlo sono disposti ad accettare un compenso costituito principalmente da partecipazioni nella *startup*, anziché in denaro. La stessa logica si applica anche agli *employees*: solo coloro che credono nel progetto imprenditoriale considerano conveniente una compensazione in *equity* piuttosto che una compensazione esclusivamente monetaria<sup>148</sup>.

La tecnica del “vesting”, infine, incentiva i *managers* e gli altri *employees* a mantenere il proprio impiego più a lungo, riducendo il rischio di un abbandono prematuro della società<sup>149</sup>. Un imprenditore che lascia la società (o è licenziato) prima della maturazione della propria *vesting option* perde il diritto di esercitarla<sup>150</sup>. Le opzioni di *vesting*, dunque, in sostanza rendono più costoso per l'imprenditore l'abbandono della società e riducono così il rischio che l'imprenditore possa minacciare il proprio abbandono per condizionare le scelte del *venture capitalist*. E lo stesso vale per i dipendenti di più alto livello.

Uno degli *asset* più importanti delle *startup* innovative, oltre al diritto di proprietà industriale su un prodotto, è il suo capitale umano, ovvero l'esperienza e il know-how dei dipendenti e soci imprenditori che lavorano per la società. L'importanza di questo fattore attribuisce agli *employees* un certo potere nei confronti degli investitori: la minaccia di abbandonare la società può infatti condizionare le scelte gestionali del *venture capitalist* che non vuole perdere collaboratori essenziali per lo sviluppo del *business*, né veder diminuire il valore della *startup* (la *startup* vale di più se può contare sulla collaborazione dei soci imprenditori e sul loro know-how). La compensazione dei *managers* e degli altri *employees* tramite *vested options* aiuta dunque a limitare il problema, rendendo

---

<sup>148</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>149</sup> BARTLETT, *Venture capital*, cit., p. 53.

<sup>150</sup> UTSET, *op.cit.*, p. 51.

meno vantaggiosa per l'imprenditore e per i "dirigenti" la scelta di lasciare la società prematuramente<sup>151</sup>.

In genere gli amministratori possono essere revocati dal loro ruolo di *directors* senza necessità di una giusta causa e senza che la *startup* sia tenuta a pagare alcun tipo di indennità all'amministratore revocato. All'interno delle *startup* finanziate da *venture capital* è assai frequente che un fondatore, cui inizialmente era stato assegnato un incarico esecutivo, venga sostituito nel corso del suo mandato<sup>152</sup>. Le capacità e l'esperienza necessaria per fondare una *startup* innovativa, infatti, sono diverse rispetto a quelle necessarie per espandere il *business* e amministrare un'impresa di grandi dimensioni<sup>153</sup>. Una volta che la *startup* è riuscita a sviluppare un certo prodotto o servizio grazie alle idee e creatività dell'imprenditore, le esigenze amministrative della *startup* cambiano, presentandosi una nuova sfida, quella di raggiungere una produzione e vendita su larga scala<sup>154</sup>. Solitamente i fondatori non hanno l'esperienza necessaria per gestire un'impresa in questa fase; si tratta, infatti, di soggetti alla loro prima esperienza come imprenditori<sup>155</sup>. Per

---

<sup>151</sup> Sul punto vedi UTSET, *op.cit.*, p. 47-51. Nella misura in cui il successo di una *startup* è legato all'apporto professionale di determinati soggetti, si può creare un c.d. problema di *hold-up*, la cui portata dipende dalle opzioni di impiego che l'*employee* ha al di fuori dell'impresa e dalla capacità del *venture capitalist* di trasformare il capitale umano in "sellable products", come "intellectual property, goodwill and actual tangible assets". Via via che le conoscenze specifiche e il *know-how* dell'imprenditore vengono trasferite al *venture capitalist* e altri collaboratori dell'impresa e la *startup* acquista dei beni tangibili, il potere contrattuale dell'imprenditore diminuisce. In aggiunta, una volta che il capitale umano dell'imprenditore diventa accessibile al *venture capitalist*, per quest'ultimo è facile sostituire l'imprenditore con un nuovo *manager*. Per questo motivo si ritiene che l'imprenditore abbia un incentivo a gestire strategicamente la *disclosure* di *innovation-specific information* nei confronti del *venture capitalist*, con un possibile conseguente ritardo nello sviluppo del *business*. Per ovviare ad un *hold-up* da parte dell'imprenditore, il VC può stipulare una clausola di *non-compete* (divieto di concorrenza) impedendo così all'imprenditore di lavorare per un'impresa concorrente per un certo periodo dopo l'abbandono della *startup*.

<sup>152</sup> ATANASOV, *op.cit.*, p. 373. Diversi sono gli esempi di fondatori e CEO cacciati dalle loro società: tra i tanti Steve Jobs (Apple).

<sup>153</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 184.

<sup>154</sup> WASSERMAN, *op.cit.*

<sup>155</sup> KORSMO, *op.cit.*, p. 1220.

questo motivo il *board*, se in maggioranza composto da rappresentanti della *venture capital firm*, spesso decide di sostituire il *founder* con un nuovo CEO.

È altresì possibile che il *venture capitalist* che abbia il controllo del *board* utilizzi il potere di licenziare il CEO in maniera opportunistica. Egli può per esempio minacciare la sostituzione degli amministratori esecutivi per ottenere il loro appoggio rispetto al compimento di determinate operazioni<sup>156</sup>.

### **CAPITOLO 3. LE PROBLEMATICITÀ IN FASE DI *EXIT* E LE POSSIBILI SOLUZIONI**

Sebbene si possa affermare che all'interno di una *startup* i soci imprenditori, detentori di azioni ordinarie, e i *venture capitalist*, titolari di azioni con preferenza, abbiano l'interesse comune a far crescere l'impresa e generare un profitto, ci possono essere situazioni in cui gli interessi dei vari soci differiscano tra loro ed entrino in conflitto con gli interessi della società.

Poiché l'accordo tra le parti è per natura incompleto, esso non è in grado di stabilire *ex ante* quale debba essere la condotta dell'impresa in tutte le situazioni di conflitto che si possono in ipotesi verificare. Quello che il contratto di investimento può fare è assegnare il controllo a una parte, stabilendo così chi avrà il potere di decidere in quelle situazioni di conflitto<sup>157</sup>.

Indipendentemente dal soggetto cui venga assegnato il controllo dell'impresa, sia che si tratti del socio imprenditore, sia che si tratti del socio investitore di *venture capital*, la parte in controllo ("the controlling party") potrà avere interesse a porre in essere decisioni e operazioni che beneficiano sé stessa alle spese delle altre categorie di *shares* e della società nel suo insieme<sup>158</sup>, ovvero potrà comportarsi in maniera opportunistica. Come si vedrà, infatti, nessuna delle parti ha incentivi perfettamente allineati con l'interesse sociale, e – in talune circostanze –

---

<sup>156</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1353. POLLMAN, *op.cit.*, p. 185.

<sup>157</sup> BROUGHMAN, *Investor opportunism*, cit., p. 347.

<sup>158</sup> BROUGHMAN, *Investor opportunism*, cit., p. 347.

può dunque essere indotta a compiere operazioni contrarie o dannose all'interesse della società a vantaggio del proprio interesse personale.

Gli opportunismi, sia da un lato che dall'altro, possono generare una distruzione di valore e portare a una riduzione sia delle idee che vengono finanziate, sia di quelle che riescono ad essere sviluppate ed arrivare sul mercato, con conseguente danno per il *social welfare*<sup>159</sup>. L'allocazione del controllo, dunque, non ha solo un effetto distributivo: essa non determina solo come verrà divisa la torta ma può anche aumentare e diminuire la grandezza della torta, ovvero il valore della società<sup>160</sup>.

Le operazioni in relazione alle quali il rischio di opportunismi è particolarmente evidente sono le operazioni di *exit* ed è quindi su queste che si concentrerà l'analisi dei paragrafi successivi.

Sotto questo profilo è bene mettere preliminarmente in evidenza il fatto che, dal punto di vista economico, una transazione di *exit* risulta economicamente conveniente per la *startup* quando il valore ottenibile da questa è superiore al valore atteso della *startup* qualora questa non esegua la transazione. Pertanto, in assenza di opportunismi, nella scelta tra la preservazione dell'indipendenza dell'impresa e il trasferimento del controllo della medesima tramite un'operazione di *exit*, dovrebbe prevalere quella in grado di generare maggiori utilità complessive per la società (ossia quella con valore atteso netto maggiore). Di seguito si metterà in luce quando e perché questo non sempre avviene.

### **3.1. I possibili comportamenti opportunistici dei soci imprenditori**

#### **a) Offerta di acquisto o fusione per un prezzo inferiore alla preferenza liquidatoria**

La prima situazione in cui i soci imprenditori sono portati ad agire opportunisticamente, avendo interessi che non coincidono con la massimizzazione

---

<sup>159</sup> UTSET, *op.cit.*, p. 72.

<sup>160</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 15.

del valore della società, si verifica qualora la *startup* riceva una offerta di acquisto o una proposta di fusione per un prezzo inferiore all'ammontare della preferenza liquidatoria dei *preferred* o comunque di poco superiore. In questa situazione, infatti, indipendentemente dal fatto che il prezzo offerto sia giusto o meno, i detentori di *common shares*, non ricevendo nulla dall'operazione, avranno interesse ad opporsi alla sua esecuzione.

Questa situazione si verifica spesso quando la società si trova in crisi, non è riuscita a costruire un *business* economicamente profittevole e le *chances* che ciò avvenga sono ormai assai ridotte. Date le circostanze, la valutazione della *startup* ai fini di un'*exit* sarà presumibilmente inferiore alla somma oggetto della *liquidation preference*. Non avendo nulla da perdere, tuttavia, i *common shareholders*, anche a fronte di un'offerta il cui prezzo rispecchia o è addirittura superiore al valore della *startup*, preferiranno giocarsi il tutto per tutto, nella speranza che possa verificarsi in futuro una assai improbabile ripresa della società.

La posizione di soci imprenditori e soci investitori in questa situazione è stata paragonata a quella tra soci e creditori di una società nella c.d. "zone of insolvency"<sup>161</sup>. Quando una società si trova in una situazione di crisi, il *board* deve decidere se privilegiare gli interessi dei creditori (e quindi liquidare la società senza che i soci ricevano nulla o comunque assai poco) ovvero gli interessi dei soci (e quindi continuare l'attività mettendo fortemente a rischio le pretese creditorie).

Ebbene, i creditori di una società in procinto di insolvenza occuperebbero una posizione simile a quella dei *preferred shareholders* nella situazione descritta sopra. Si è osservato, infatti, che quando la preferenza liquidatoria e i dividendi accumulati dai *preferred* sono tanto elevati da rendere alquanto remota la possibilità

---

<sup>161</sup> SANGA, TALLEY, *Don't Go Chasing Waterfalls: Fiduciary Duties in Venture Capital Backed Startups*, 2020, disponibile su: [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/2720](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2720), p. 6 dell'estratto; KORSMO, *op.cit.*, p. 1166.

che i *commons* ricevano un ritorno dal loro investimento, sono i *preferred shareholders* piuttosto che i *commons* a rappresentare i *residual claimants*<sup>162</sup>.

Per esemplificare il concetto si immagini il seguente scenario<sup>163</sup>. Un'impresa in crisi deve decidere tra due diverse linee d'azione. La prima opzione è potenzialmente lucrativa ma molto rischiosa e prevede l'impiego di tutti gli *asset* della società verso un nuovo *business plan* che, se fruttuoso, consentirà di vendere la società al prezzo di 200 milioni; in caso contrario la società sarebbe lasciata con niente. Le probabilità di successo sono pari al 25%. L'opzione alternativa, invece, è meno rischiosa e consiste nel liquidare immediatamente la società per un valore di 100 milioni con relativa certezza. In un caso del genere, dal punto di vista della massimizzazione dell'interesse sociale, non vi sono dubbi che la seconda opzione (il cui valore atteso è pari a 100 milioni) sia notevolmente superiore rispetto alla prima alternativa (il cui valore atteso è pari a soli 50 milioni)<sup>164</sup>.

Nel caso in cui i soci ordinari controllino il *board*, tuttavia, presumibilmente essi sceglieranno la prima opzione, agendo così in maniera contraria rispetto alla massimizzazione del valore della società.

Qualora, viceversa, i soci ordinari non controllino il *board*, essi potrebbero comunque ostacolare la decisione di *exit* esprimendo un voto contrario in assemblea.

---

<sup>162</sup> Secondo KORSMO, *op.cit.*, p. 1203, in questa circostanza sarebbero gli azionisti privilegiati ad avere gli incentivi migliori al fine della massimizzazione del valore della società ed è nei loro confronti che dovrebbe dunque essere riconosciuto un dovere fiduciario del *board*. A sostegno di questa tesi, l'autore cita il caso Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communications Corp. in cui la Corte afferma che "*in managing the business affairs of a business corporation in the vicinity of insolvency, circumstances may arise when the right (both the efficient and the fair) course to follow for the corporation may diverge from the choice that the stockholders would make if given the opportunity to act*".

Il significato di questa affermazione, tuttavia, è stato chiarito dalla Corte del Delaware con il caso North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, ove si nega l'esistenza di un dovere fiduciario del *board* nei confronti dei creditori della *corporation* quando questa si trova *in the zone of insolvency*. In questo senso si veda KATZ, *op.cit.*, p. 256. Per un'analisi del caso si veda anche SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 7 dell'estratto.

<sup>163</sup> L'esempio è tratto da BARTLETT, *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End*, 38 Seattle U. L. Rev., 255, 2015, p. 255.

<sup>164</sup> Il valore atteso si calcola moltiplicando la probabilità che si verifichi un certo *outcome* per il valore associato a detto *outcome*. Nel caso in esame, dunque, nel primo scenario si ha  $25\% \times 200 = 50$ ; nel secondo caso  $100\% \times 100 = 100$ .

E ove i soci di *venture* detengano la maggioranza anche in seno all'assemblea, i soci imprenditori potrebbero comunque ostacolare la decisione esercitando il diritto di *appraisal*, costringendo così al pagamento del *fair value* della loro partecipazione<sup>165</sup>.

### **b) Beach money exits**

Un secondo scenario in cui potrebbe verificarsi un comportamento opportunistico del socio imprenditore è quello in cui la *startup* ha le potenzialità di raggiungere un enorme successo (c.d. *home-run*<sup>166</sup>) e riceve una offerta di acquisto delle partecipazioni o degli *asset* per un prezzo che equivale ad un rendimento di 2x, 3x, 4x volte il suo valore iniziale.

Ebbene, quando la *startup* produce un rendimento positivo ma non esponenziale, sebbene a prima vista gli interessi del *venture capitalist* e dell'imprenditore potrebbero sembrare allineati verso la massimizzazione del valore della società in vista di un *exit*, i soci fondatori potrebbero avere incentivi diversi da quelli dei soci investitori<sup>167</sup>.

Le *startups* in grado di produrre un rendimento di 10x o superiore non sono tante. Nell'ottica del *venture capitalist*, dunque, accettare un'offerta che rappresenta un rendimento di 2x - 5x, relativamente ad una *startup* che ha ancora buone potenzialità di crescita, significa rinunciare all'opportunità di ottenere una *home-run*, in contrasto a quanto richiesto dal proprio modello di *business*<sup>168</sup>. Viceversa, il

---

<sup>165</sup> Si osserva, tuttavia, che in Delaware gli *appraisal rights* non sono previsti per ogni tipo di *M&A transaction* (vedi DGCL section 262) e che, in ogni caso, l'esercizio dell'*appraisal right* implica la presentazione di un'istanza con conseguente nascita di un complicato e costoso contenzioso per la determinazione del *fair value*. Le corti del Delaware hanno, inoltre, recentemente affermato che, in presenza di certe condizioni, il diritto di *appraisal* può essere oggetto di rinuncia *ex ante* da parte dei soci (sul punto si veda *infra* in questa parte, capitolo 5, par. 5.2., lett. b).

<sup>166</sup> Il termine è tratto dal *baseball* e indica il colpo "fuori-campo".

<sup>167</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 156.

<sup>168</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p.160 ss. Naturalmente non sempre il *venture capitalist* si opporrà ad un'offerta con rendimento 3x, o 4x: egli potrebbe infatti prevedere che vi sia una crisi negli anni successivi, ovvero che un nuovo *competitor* sul mercato possa far diminuire i profitti, o, ancora, potrebbe trovarsi in prossimità del termine di durata del fondo di appartenenza.

socio imprenditore potrebbe essere desideroso di accettare l'offerta per una serie di motivi.

In primo luogo, per un fondatore o per un *employee* detentore di *common stock* un rendimento pari al doppio o quintuplo del valore iniziale rappresenta una somma alquanto significativa; il valore soggettivo di quell'offerta è infatti per l'imprenditore notevolmente superiore rispetto al suo valore per il *venture capitalist*. Pertanto, può essere che egli preferisca accettarla mettendo al sicuro quel valore piuttosto che continuare l'attività, rischiando che quel rendimento possa venire meno.

Per esempio, se accettando l'offerta di acquisto del terzo il *founder* ottiene un rendimento dell'ordine di milioni, è possibile che egli preferisca consolidare il proprio rendimento piuttosto che rifiutare l'offerta rischiando di perdere quanto guadagnato<sup>169</sup>. E questo anche qualora l'offerta sia inferiore al valore atteso dell'impresa. Per il socio imprenditore, infatti, l'ammontare offerto potrebbe rappresentare una somma in grado di cambiargli la vita, per cui egli farà verosimilmente fatica a rifiutare la cifra offertagli<sup>170</sup>. Nonostante l'impresa abbia prospettive di crescita ulteriori, sapere che una scossa imprevista del mercato può privarlo della possibilità di vivere sereno per il resto dei suoi giorni può rendere l'imprenditore eccessivamente avverso al rischio, portandolo a privilegiare il proprio interesse personale e quindi ad accettare un'offerta non vantaggiosa per la società ma che gli consente di consolidare il proprio rendimento.

Per fare riferimento a questo tipo di situazioni, è stata coniata l'espressione di "beach money exits", facente riferimento al fatto che l'*exit* è in grado di assegnare all'imprenditore ricavi sufficienti per poter passare il resto della propria vita in spiaggia senza più lavorare<sup>171</sup>.

In secondo luogo, dal momento che i soldi investiti dai *founders* nella *startup* rappresentano in genere la gran parte del patrimonio personale degli stessi, per essi

---

<sup>169</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 169.

<sup>170</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 13.

<sup>171</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 156.

è assai importante ottenere liquidità. Liquidare almeno una parte della propria partecipazione consente, altresì, ai *founders* di investire quei soldi altrove, diversificando così il rischio dell'investimento<sup>172</sup>. Invero, anche se il *founder* ambisce a ottenere più che “beach money”, non è conveniente per lui tenere tutta la ricchezza posseduta nella stessa *startup*, ma è meglio reinvestire i ricavi in altri *asset*, così diversificando il proprio rischio<sup>173</sup>.

A queste considerazioni si aggiunge il fatto che, quando la *startup* superi una certa soglia di valore, per i *preferred shareholders* diventa conveniente convertire la propria partecipazione privilegiata in *common stock*. Di conseguenza, i *common shareholders* sono meno interessati a continuare l'attività di impresa perché in caso di ulteriore crescita della società il loro rendimento marginale diminuisce a causa della diluizione della loro partecipazione per effetto della possibile conversione della partecipazione del socio finanziatore<sup>174</sup>.

Per via di questi fattori, dunque, è verosimile che *founders* e dipendenti detentori di *common stock* preferiscano accettare un'*exit* prematura, anche se questo significa accettare un'offerta non conveniente per la società e rinunciare a un possibile maggiore premio futuro<sup>175</sup>.

### 3.2. I possibili comportamenti opportunistici dei soci investitori.

#### a) *Moderate downside*

I maggiori problemi nel caso di *board* controllato dai *venture capitalist* si presentano quando l'andamento della società dopo alcuni anni dall'investimento è di “moderate downside”, ovvero quando la società si è rivelata essere né un completo fallimento né un incredibile successo<sup>176</sup>. A questo proposito si usa anche

---

<sup>172</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 167.

<sup>173</sup> LEMLEY, MCCREARY, *op.cit.*, p. 34 dell'estratto.

<sup>174</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 4 dell'estratto.

<sup>175</sup> LEMLEY, MCCREARY, *op.cit.*, p. 34 dell'estratto.

<sup>176</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 164 e 154. Nei casi di *extreme upside*, o *extreme downside* gli opportunisti sono più rari.

Nella situazione di *extreme upside*, dove il ritorno per il *venture capitalist* è pari a dieci, venti, trenta volte l'investimento iniziale (10x, 20x, 30x), il *venture capitalist* deciderà di

l'espressione "zombie" o "living dead", riferendosi così ad una *startup* che non pare più avere le potenzialità per produrre profitti "home-run" ma che può continuare ad operare *as a going concern*, pagando dei buoni salari agli amministratori e distribuendo dei dividendi, seppur non elevati, tra i soci<sup>177</sup>.

Se in questa situazione si presenta un'offerta di acquisto per un prezzo che si avvicina a quanto investito dal *venture capitalist* nella società e alla sua *liquidation preference*, il fondo di *venture*, salvo ritenga che vi siano forti probabilità di una crescita esponenziale, sarà portato ad accettare l'offerta, indipendentemente da quelli che possono essere gli interessi dei *commons* o della società. Le ragioni sono molteplici.

In primo luogo, qualora l'offerta venga accettata, i suoi proventi - in virtù della preferenza liquidatoria - andranno interamente al *venture capitalist* mentre nulla riceveranno gli azionisti ordinari<sup>178</sup>. In questo modo, il *venture capitalist* si assicura di non subire una perdita rispetto a quanto investito. Una volta escluso che si possa verificare l'*home-run* inizialmente sperato, per il *venture capital* è importante quantomeno non erodere il capitale versato, recuperandone la massima parte. Affinché il modello di *business* del fondo funzioni, infatti, per essi è importante cercare di evitare il totale fallimento in quanti più investimenti possibili<sup>179</sup>.

In secondo luogo, va osservato che, dal punto di vista dei *venture capitalists*, la domanda sul se e quando uscire dalla *startup* è una questione di costo-opportunità. Essi devono valutare se il loro capitale e il loro tempo possano essere più profittevolmente impiegati in altre società del portafoglio; per cui se ritengono che l'andamento di una *startup* abbia poche probabilità di raggiungere un rendimento

---

convertire le proprie azioni e, al momento dell'*exit*, sarà pagato *pro quota* assieme agli altri *commons*, non creandosi dunque rischi di opportunismi nei confronti degli altri *shareholders* della società.

Nel caso di *extreme downside*, ove la *startup* si rivela un totale fallimento, in sostanza non vi è alcun valore da contendersi per investitori e imprenditori: poiché solitamente le *startup* innovative non hanno beni materiali propri di alto valore, infatti, una volta pagati i creditori, difficilmente rimarrà qualcosa da spartire tra i soci.

<sup>177</sup> WEISS, *op.cit.*, 13.

<sup>178</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 164.

<sup>179</sup> KLAUSNER, VENUTO, *op.cit.*, p. 1403.

stellare ad essi conviene disfarsi dell'investimento e impiegare le risorse così liberate altrove, ovvero in società che presentano ancora delle potenzialità in tal senso<sup>180</sup>.

Sebbene la *startup* sia o possa diventare economicamente redditizia, infatti, per il *venture capital fund* continuare l'attività significa continuare a dedicare tempo e risorse per le attività di *monitoring* e amministrazione attiva dell'impresa senza avere però prospettive di crescita tali da generare un tasso di rendimento interno abbastanza significativo, o comunque maggiore del costo-opportunità<sup>181</sup>.

Per contro, il socio imprenditore, anche se il sogno di una *home-run* è svanito, preferirà mantenere le proprie partecipazioni, conservare il proprio ruolo nel *management* e ricevere anche una pur minima parte dei profitti di quella che non è più tanto una *startup* a crescita rapida ma una società tradizionale<sup>182</sup>. L'*exit* in questa situazione avrebbe solo svantaggi per i *commons*, che non riceverebbero alcun corrispettivo dalla vendita né alcun beneficio dal trasferimento del controllo. Nel caso di una *trade sale*, infatti, i fondatori presenti nel *board* potrebbero essere sostituiti dall'acquirente o trovarsi soggetti ad un controllo più stretto per via del concentrarsi delle partecipazioni nelle mani di un singolo socio<sup>183</sup>. La vendita, inoltre, potrebbe eliminare il valore delle *vested options* detenute dal fondatore e dagli altri dirigenti esecutivi e dipendenti della *startup*, che perderebbero il diritto di esercitarle<sup>184</sup>. Per queste ragioni, i membri del *team* imprenditoriale cercheranno di opporsi alla *trade sale*, generandosi così un conflitto tra essi e i titolari di *preferred stock*<sup>185</sup>.

---

<sup>180</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 164.

<sup>181</sup> In re Trados Inc., 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013). Il caso è esaminato *infra* in questa parte, capitolo 4, par. 4.1., lett. c).

<sup>182</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 13.

<sup>183</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1323.

<sup>184</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1324.

<sup>185</sup> Per un'ampia disamina delle varie tecniche di resistenza ad una *trade sale* da parte dei vari componenti del *team* imprenditoriale di una *startup* (fondatori, dirigenti esecutivi e *common shareholders*) vedi BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1321 ss.

La situazione di *moderate downside* descritta è particolarmente problematica quando il valore atteso derivante dalla transazione di *exit* dalla società è inferiore rispetto al valore atteso nel caso della continuazione dell'attività in assenza di una vendita dell'impresa.

Si consideri il seguente esempio<sup>186</sup>: il capitale di una *startup* è composto al 50% da azioni ordinarie assegnate a *founders* e *employees* della società e al 50% da azioni privilegiate assegnate al *venture capitalist* con una preferenza liquidatoria convertibile non partecipativa pari a 100, ovvero due volte l'ammontare versato (2x50). La *startup*, dopo qualche anno di attività, riceve un'offerta di acquisto per 110, dei quali 100, in virtù della preferenza liquidatoria, sarebbero pagati al *venture capitalist*, e 10 andrebbero divisi tra gli azionisti ordinari. Per contro, nel caso in cui non si accetti l'offerta, si calcola che la *startup* abbia una probabilità del 50% di raggiungere un valore di 300 e una probabilità del 50% di fallimento con valore 0. Il valore atteso di questa decisione (rifiuto dell'offerta) per la società è pari a 150 (50% x 300 + 50% x 0), superiore ai 110 conseguibili in caso di vendita immediata. Rifiutare l'offerta è dunque la scelta che massimizza il valore della società.

Tuttavia, qualora si optasse per rifiutare l'offerta e si verificasse lo scenario più favorevole dei 300, se il *venture capital* non converte le sue azioni in azioni ordinarie, egli non riceverà comunque più di 100 milioni poiché la sua preferenza non partecipativa non gli consente di prendere parte alla distribuzione del superiore *surplus* generato. Per contro, qualora il *venture capitalist* decida di rinunciare alla preferenza e convertire le sue azioni in *common shares*, egli dividerà i profitti (il cui valore atteso è 150) al 50% con gli altri soci in proporzione alla partecipazione detenuta. Se si calcola il valore atteso in caso di mancata vendita per il solo VC si ottiene: (50% x 150 + 50% x 0) = 75, ovvero un valore inferiore rispetto ai 100 associati alla vendita della *startup*. L'esempio mostra dunque come, talvolta, sebbene non trasferire il controllo sia la scelta che massimizza il valore della società, per il *venture capitalist* vendere risulta comunque economicamente più conveniente.

---

<sup>186</sup> L'esempio è tratto da FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 995.

Altre volte gli interessi del fondo di appartenenza possono puntare in direzione opposta, inducendo il *venture capitalist* a rifiutare un'offerta di *exit* seppur conveniente per la società. Tutto dipende dall'andamento economico del fondo. Da un lato, infatti, quando il rendimento della società è basso rispetto al rendimento del portafoglio, il fondo ha interesse ad accettare l'offerta di *exit* che dovesse presentarsi, dall'altro, quando il rendimento della società è forte rispetto a quello del portafoglio il fondo ha interesse ad opporsi ad un'eventuale *exit*, nella ricerca di un assai difficile *home-run*<sup>187</sup>.

### **b) Scadenza del termine di durata del fondo**

Con l'approssimarsi del termine di durata del fondo, l'esigenza principale del *venture capitalist* non è più quella della crescita della società ma quella di liquidare la propria partecipazione. Per poter soddisfare gli impegni presi con i *limited partners* investitori del fondo egli è infatti tenuto a uscire dalla *startup* prima della scadenza del termine del fondo stesso. La pressione data dal dover rispettare questa scadenza fa sì che il *venture capitalist* abbia interesse ad accettare un'offerta di *exit* per un prezzo inferiore al valore della società, non avendo egli a disposizione il tempo per cercare una migliore alternativa sul mercato o non volendosi assumere il rischio di rifiutare un'offerta, non trovarne un'altra e rimanere bloccato nella società<sup>188</sup>. In questa situazione, nonostante il valore del *business* nel caso in cui la società rimanga indipendente sia superiore rispetto a quello conseguente ad un

---

<sup>187</sup> Così CABLE, *A decade of Trados*, paper presentato al Convegno "The law and finance of private equity & venture capital" tenutosi a Oxford il 22-23 giugno 2023. È quanto avvenuto nel caso *In re Good Technology Corp.* 2017 WL 11068189, ove i membri del *board* affiliati con investitori di *venture*, nonostante l'imminente crisi di liquidità della società, rifiutarono prima un'IPO e poi un'offerta di acquisizione, nella speranza di ottenere un'uscita più profittevole in un secondo momento; speranza rivelatasi tuttavia fallace e che costrinse la società - ormai in procinto di fallimento - a concludere, qualche mese più tardi, una fusione a condizioni assai peggiori.

<sup>188</sup> BIAN, LI, NIGRO, *Conflicting fiduciary duties and fire sales of VC-backed startups*, in *Lawfin Working Paper* n. 35, 2022, disponibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4139724](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4139724).

trasferimento del controllo, il *venture capitalist* opterà per la seconda alternativa, con conseguente distruzione di valore per la *startup*.

Come si è osservato sopra<sup>189</sup>, inoltre, vi è un *range* di valori entro il quale per il *venture capitalist*, per via della struttura della preferenza liquidativa, è indifferente ottenere un prezzo di acquisto più alto. Stando all'esempio del paragrafo precedente, trattandosi di preferenza non partecipativa, che la *startup* sia venduta per 110 o per 120 poco cambia per l'investitore di *venture*: a lui andranno comunque solo i 100 oggetto della preferenza, mentre l'incremento andrebbe unicamente a vantaggio dei *common shareholders*<sup>190</sup>. Gli incentivi del *venture capitalist* in tale situazione, dunque, non sono perfettamente allineati alla massimizzazione del valore della società. Di conseguenza, se il *venture capitalist* ha il potere di decidere sulla decisione di *exit* è possibile che egli agisca in maniera opportunistica.

Qualora il *venture capitalist* non controlli numericamente il *board* o non detenga la maggioranza delle partecipazioni nella società, al fine di forzare un'*exit*, egli può usare vari strumenti per ottenere l'appoggio del *team* imprenditoriale. Ad esempio, egli può offrire un *bonus* in denaro o un altro tipo di incentivo a fondatori e altri *executives* presenti nel *board* in cambio del loro appoggio<sup>191</sup>; può offrire ai *common shareholders* di condividere parte del ricavato, rinunciando a una parte della preferenza liquidatoria; ovvero può cercare di diluire la partecipazione dei *commons* in modo da impedirgli di bloccare la transazione attraverso l'esercizio del voto<sup>192</sup>.

In entrambe le situazioni descritte (*moderate downside* e scadenza del termine del fondo), i possibili comportamenti opportunistici del *venture capitalist* sono da ricollegarsi sia alla preferenza liquidatoria da questi detenuta, sia agli

---

<sup>189</sup> Vedi *supra* in questa parte, capitolo 2, par. 2.1., lett. a).

<sup>190</sup> Da questo punto di vista, tuttavia, si osserva che per il *venture capitalist*, maggiore è il profitto per i *common shareholders*, più sarà facile ottenere il loro appoggio nell'approvazione dell'operazione.

<sup>191</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1338-1339.

<sup>192</sup> BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and sticks*, cit., p. 1325. Vedi *infra* il caso *Orban v. Field* (in questa parte, capitolo 4, par. 4.1., lett. b).

interessi del fondo di appartenenza. Nel caso di *moderate downside* l'investitore di *venture* vuole uscire dalla *startup* sulla base di un costo-opportunità, perché preferisce investire in società più redditizie; nel caso in cui si avvicini la data di durata del fondo egli vuole uscire perché deve rendere il capitale agli *investors*.

### 3.3. Possibili argini al rischio di comportamenti opportunistici

Da quanto sopra emerge come la diversità di *payoffs* tra *common* e *preferred shareholders*, combinata alle esigenze di *exit* del *venture capitalist*, generi un inefficiente disallineamento di interessi tra i soci<sup>193</sup>. Da un lato, infatti, i *preferred shareholders* sono eccessivamente propensi a liquidare *startup* di basso valore (*low-value startups*) ma alquanto riluttanti a liquidare *high-valued startups*. Dall'altro lato, viceversa, i *common shareholders* sono eccessivamente propensi a liquidare *startup* di alto valore e troppo riluttanti a liquidare quelle di basso valore<sup>194</sup>.

Ai fini della massimizzazione del valore dell'impresa, come si è visto, la decisione di liquidare la *startup* è efficiente quando l'offerta di acquisto del terzo (o il valore di un'altra operazione di *exit*) è maggiore del valore atteso della società nella prospettiva dell'indipendenza; per contro, la decisione di continuare l'attività di impresa è efficiente quando l'offerta di acquisto è inferiore al valore atteso della società qualora essa rimanga indipendente. Quando offerta di acquisto e valore atteso della società si equivalgono, trasferimento del controllo o continuazione indipendente del *business* sono decisioni egualmente efficienti (*efficiency neutral*)<sup>195</sup>.

In assenza di meccanismi di correzione, di incentivi legali o di una regola di responsabilità che sanzioni le *wrongful decisions*, né un *board* controllato dai *common shareholders*, né un *board* controllato dai *preferred shareholders* hanno interessi tali da prendere sempre la decisione economicamente più efficiente per la società<sup>196</sup>.

---

<sup>193</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 13 dell'estratto.

<sup>194</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 3 dell'estratto.

<sup>195</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 13 dell'estratto.

<sup>196</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 15 dell'estratto.

I contratti *ex ante* stipulati tra le parti non sono in grado di allineare gli interessi delle parti in modo tale da eliminare i possibili opportunismi e massimizzare la ricchezza complessiva delle parti o della società<sup>197</sup>. La dottrina, tuttavia, ha individuato alcuni strumenti in grado di rimediare a questa inefficienza contrattuale e ridurre gli opportunismi; ovvero dei meccanismi che siano in grado di correggere gli incentivi delle parti così da indurle a prendere in ogni circostanza decisioni *value-maximizing* per l'impresa. Di seguito si esamineranno le soluzioni considerate più efficaci in tal senso e le relative criticità.

a) ***Renegotiation***

È stato osservato che, sebbene le parti non possano contrattare ogni possibile scelta gestoria *ex ante*, esse possono farlo *ex post*.

Si prenda ad esempio il caso in cui una *startup* stia considerando se vendere l'attività ad un terzo. Ipotizziamo che la società non abbia prospettive di crescita, per cui la vendita è la soluzione più efficiente e il prezzo di acquisto, assai vicino all'ammontare della preferenza liquidatoria, è alquanto conveniente. In un caso del genere gli imprenditori, tuttavia, come visto, hanno interesse contrario alla vendita perché, nella loro prospettiva, vendere significa perdere il lavoro e ricevere nulla o quasi nulla dall'operazione. Se gli imprenditori controllano il *board*, dunque, o se detengono la maggioranza delle partecipazioni nella *startup*, essi potranno bloccare l'operazione, nonostante questa sia *value-maximizing* per la società.

Ebbene, una rinegoziazione *ex post* tra essi e i *venture capitalist* può risolvere il problema. I *venture capitalists* possono infatti offrire agli imprenditori una parte del ricavato della vendita e ottenere così il loro supporto per l'operazione<sup>198</sup>. In

---

<sup>197</sup> Vedi UTSET, *op.cit.*, p. 73: “*there is no reason to believe ex ante that these contracts will maximize the joint welfare of the venture capitalist and entrepreneur and minimize negative externalities*”; allo stesso modo, “*there is no reason to believe that standard venture capital contracts will maximize social welfare*”.

<sup>198</sup> BROUGHMAN, *Investor Opportunism*, cit., p. 350.

questo modo gli incentivi delle parti vengono riallineati in modo tale che venga approvata la decisione che massimizza il valore della società<sup>199</sup>.

Sebbene la rinegoziazione tra imprenditore e investitore consenta di risolvere alcune situazioni subottimali - e sia in effetti utilizzata nella realtà a tal fine - essa presenta tuttavia dei limiti.

In primo luogo, la rinegoziazione ha dei costi transattivi, che sono tanto più alti quanto più è complessa la struttura del capitale della *startup* (se vi sono più imprenditori e più investitori di *venture capital* - come è spesso il caso nelle *startups* - i costi aumentano).

In secondo luogo, se le parti hanno considerazioni diverse sulle prospettive della società, spesso la negoziazione fallisce. Per esempio, si ritiene che in genere gli imprenditori siano estremamente ottimisti sul futuro andamento della *startup* e pertanto non siano disposti ad accettare alcuna somma da parte del *venture capitalist*<sup>200</sup>. Le asimmetrie informative tra *common* e *preferred*, inoltre, renderanno la rinegoziazione estremamente complicata<sup>201</sup>.

Le parti, infine, potrebbero ricorrere alla rinegoziazione anche per il compimento di operazioni non ottimali. Il *venture capitalist*, ad esempio, potrebbe promettere utilità aggiuntive per i *commons* o per i *directors* nominati dai *commons* anche relativamente a transazioni di *exit* che non massimizzano il valore della società, con conseguente distruzione del valore che sarebbe derivato in caso di mancato trasferimento del controllo.

## b) Sanzioni reputazionali

---

<sup>199</sup> Secondo NIGRO, *Venture capital-backed firms, trade sales e tutela dell'imprenditore tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*, tesi di dottorato, 2019, disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3669088](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3669088), p. 74 ss., la rinegoziazione delle regole sulla allocazione del *surplus* cooperativo non rappresenterebbe una circostanza positiva ma piuttosto un comportamento opportunistico dell'imprenditore che altera l'accordo iniziale delle parti circa la distribuzione della complessiva ricchezza comune, ottenendo - in cambio del proprio consenso all'operazione - una frazione dei proventi originariamente non contemplata.

<sup>200</sup> BROUGHMAN, *Investor opportunism*, cit., p. 350.

<sup>201</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 998.

Un ulteriore elemento ritenuto idoneo a disincentivare gli opportunismi di imprenditore e investitore è legato all'importanza per entrambi di mantenere una buona reputazione sul mercato. In sintesi l'idea è che, sebbene il socio che controlla il *board* abbia talvolta un incentivo ad agire opportunisticamente, se vi è una sanzione reputazionale sufficiente connessa a quel comportamento, egli si astiene dal porlo in essere<sup>202</sup>.

Solitamente la reputazione gioca un ruolo importante quando le parti vogliono costruire una relazione di lungo periodo o sono "repeat players", ovvero sono interessate a stipulare ripetitivamente lo stesso tipo di contratti sul mercato. Sotto questo profilo si osserva che, mentre il *venture capitalist* è generalmente un *repeat player* che costituisce diversi fondi di investimento e ha bisogno di mantenere una buona fama tra gli imprenditori; l'imprenditore di solito non lo è: la maggior parte degli imprenditori fonda una sola *startup* e su questa sola concentra le sue risorse ed energie<sup>203</sup>. Le considerazioni reputazionali dovrebbero quindi avere maggiore effetto deterrente per il *venture capitalist*.

Un *venture capitalist* che acquisisce una reputazione negativa per aver intrapreso transazioni contrarie agli interessi della società al fine di soddisfare i propri interessi personali rischia, in futuro, di perdere buoni affari a vantaggio di altri fondi di *venture capital* con una reputazione migliore<sup>204</sup>. I nuovi imprenditori fondatori di *startup*, infatti, preferiranno ricevere finanziamenti da parte dei fondi con la migliore reputazione. Diversi studi attestano gli effetti che una cattiva reputazione può avere sugli investitori di *venture*<sup>205</sup>.

La reputazione, quale strumento per arginare gli opportunismi, presenta però dei limiti.

---

<sup>202</sup> BROUGHMAM, *Investor opportunism*, cit., p. 352.

<sup>203</sup> BROUGHMAN, *Investor opportunism*, cit., p. 352.

<sup>204</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 1005-1006. Sul punto si veda anche ATANASOV, IVANOV, LITVAK, *op.cit.*, p. 1 ss. dell'estratto.

<sup>205</sup> Vedi lo studio di ATANASOV, IVANOV, LITVAK, *op.cit.*, p. 1 ss. dell'estratto, i quali, dopo aver analizzato un campione di azioni legali intraprese dai soci fondatori nei confronti dei soci di *venture*, concludono che esse hanno un forte impatto sulla reputazione dei *venture capitalist* e incidono quindi in maniera significativa sulla loro futura attività.

Un primo elemento che ne limita l'efficacia è che il *venture capitalist* subisce pressioni reputazionali che puntano in direzioni diverse. Egli deve infatti tenere conto sia della sua reputazione tra il pubblico degli imprenditori, sia della sua reputazione tra i *limited partners* che hanno investito nel fondo o tra gli investitori potenziali che intendono investire in un fondo in futuro. Qualora un fondo non abbia una buona reputazione presso gli *investors*, infatti, raccogliere nuovi capitali sarà molto più difficile, richiederà molto più tempo e avverrà a condizioni meno favorevoli per la *venture capital firm*<sup>206</sup>. Pertanto, se da un lato una decisione opportunistica di gestione può nuocere alla reputazione del *venture capitalist* presso gli imprenditori, dall'altra, quella stessa decisione può aumentare il rendimento globale del fondo e quindi migliorare la reputazione del *venture capitalist* presso gli investitori del fondo, attuali e futuri<sup>207</sup>.

Si è osservato, inoltre, che tra i due diversi incentivi reputazionali menzionati è più probabile che prevalga il secondo, ovvero quello che privilegia gli interessi del fondo piuttosto che quelli della *startup*. Se i *general partners* del fondo non sono in grado oggi di generare un rendimento per gli investitori *limited partners*, infatti, difficilmente essi attireranno nuovi investitori per costituire un nuovo fondo e non ci sarà dunque in ogni caso un futuro per i *venture capitalists*<sup>208</sup>. In altri termini, la preoccupazione di allontanare futuri investitori, necessari per la costituzione di un nuovo fondo, sembrerebbe maggiore rispetto a quella di allontanare futuri imprenditori: senza un fondo e dei capitali da investire, infatti, a nulla serve aver mantenuto una buona reputazione presso i futuri fondatori di *startups*. Massimizzare il rendimento del fondo oggi, quindi, è per il *venture capitalist* più importante che evitare di rovinare la propria reputazione presso gli imprenditori di domani<sup>209</sup>.

---

<sup>206</sup> ATANASOV, *op.cit.*, p. 375.

<sup>207</sup> BROUGHMAN, *Investor opportunism*, cit., p. 353.

<sup>208</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 1008.

<sup>209</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 1008.

In aggiunta a ciò, non va dimenticato che i *venture capitalists* che siedono nel *board* della *startup* sono spesso gli stessi soggetti che gestiscono il fondo in qualità di *general partners* e la cui remunerazione dipende in larga parte dalla *performance* del fondo stesso (*performance fee*). In termini pratici, dunque, gli incentivi personali dei *VC directors* spesso sono maggiormente allineati agli interessi del fondo rispetto a quelli delle singole società del portafoglio<sup>210</sup>.

Un altro limite delle considerazioni reputazionali è legato al fatto che non sempre è facile per un imprenditore informarsi sul precedente comportamento di un fondo di *venture capital* e determinare se questo abbia agito opportunisticamente o meno nei passati investimenti. Affinché la reputazione possa rappresentare un valido vincolo, i terzi dovrebbero poter osservare il comportamento del *venture capitalist* o ricevere informazioni credibili da parte di altri<sup>211</sup>. Le società del portafoglio di un fondo di *venture capital*, tuttavia, sono piccole società chiuse che, al contrario delle “public companies”, non sono tenute a obblighi informativi nei confronti della SEC. I soggetti esterni alla *startup*, pertanto, avranno notizia del comportamento scorretto dell’investitore solo nel caso in cui i *common shareholders* lo dichiarino apertamente o promuovano un’azione legale contro il VC. Tuttavia, attaccare pubblicamente un fondo di *venture capital* non sempre è conveniente per un imprenditore che in futuro voglia assicurarsi nuovi finanziamenti da parte di altri fondi<sup>212</sup> o lavorare in altre *startup VC-financed*. Acquisire una reputazione di “troublemaker” potrebbe infatti precludere queste opzioni<sup>213</sup>.

Va infine considerato che un’azione legale è estremamente costosa per i *founders*, sia per le spese legali che questa comporta, sia per la difficoltà di trovare nuovi capitali di *venture* in futuro<sup>214</sup>.

### c) **La presenza di amministratori indipendenti**

---

<sup>210</sup> KRUMM, *op.cit.*, p. 13 dell’estratto.

<sup>211</sup> UTSET, *op.cit.*, p. 75.

<sup>212</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 1007.

<sup>213</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 1001.

<sup>214</sup> ATANASOV, IVANOV, LITVAK, *op.cit.*, p. 13 dell’estratto.

Come si è visto, VC e imprenditore stabiliscono contrattualmente la composizione del *board* della *startup*, ovvero stabiliscono quanti amministratori verranno nominati dal *venture capitalist* e quanti dall'imprenditore. Talvolta lo statuto prevede che la nomina di uno o più *directors* debba avvenire all'unanimità da parte degli altri *directors* della società oppure debba essere approvata dalla maggioranza dei soci di ogni categoria (maggioranza dei *common shareholders* e maggioranza dei *preferred shareholders*)<sup>215</sup>. In questo caso si parla di amministratori indipendenti.

La presenza di amministratori indipendenti all'interno del *board* è stata indicata dalla dottrina come una possibile soluzione contro gli opportunismi gestionali da parte di investitori e imprenditori<sup>216</sup>. Qualora l'imprenditore o il *venture capitalist* proponessero una decisione non in linea con l'interesse sociale, infatti, il mancato appoggio dell'amministratore indipendente dovrebbe bloccarne l'adozione ed evitare risultati subottimali<sup>217</sup>.

Più in particolare, si è osservato che un amministratore indipendente svolge all'interno del *board* una funzione simile a quella di arbitro o di "tie-breaker" che deve scegliere tra la strategia proposta dall'imprenditore e quella proposta dal VC<sup>218</sup>. La sua presenza dovrebbe influenzare le stesse operazioni che imprenditore e VC proporranno all'interno del *board*: proporre una strategia che si sa già non incontrerà il favore dell'amministratore indipendente, infatti, significa far prevalere la strategia proposta dall'altra parte. Entrambe le parti avranno pertanto un incentivo a cercare una strategia di compromesso, ovvero ad avanzare proposte ragionevoli che possano essere avallate dall'*independent director* e che allo stesso

---

<sup>215</sup> BROUGHMAN, *The role of independent directors*, cit., p. 23 dell'estratto.

<sup>216</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 207.

<sup>217</sup> BROUGHMAN, *Investor opportunism*, cit., p. 352.

<sup>218</sup> Per un'opinione contraria vedi FAN, *op.cit.*, p. 317. Secondo l'autrice gli *independent directors* delle *startups* non svolgono la funzione di arbitro ma occupano un ruolo secondario, di mera consulenza o di *monitoring* all'interno del *board*. Essi sono selezionati per la loro *expertise*, non per la loro capacità di servire come "tie-breaker", ovvero detentori del voto di spareggio.

tempo siano accettabili per la parte proponente<sup>219</sup>. In altri termini, secondo questa tesi, la competizione per ottenere l'approvazione dell'amministratore indipendente farà convergere le parti direttamente verso la strategia da lui favorita che, presumibilmente, coinciderà con quella che massimizza l'*aggregate welfare* della *startup*. Con la nomina di un *independent director* non vi sarebbe dunque necessità di una rinegoziazione tra le parti o di un contratto che specifichi *ex ante* l'azione da prendere in una determinata situazione<sup>220</sup>.

I benefici della nomina di amministratori indipendenti, tuttavia, sono vanificati quando all'amministratore indipendente non spetta il voto decisivo ovvero quando egli non ha informazioni sufficienti per valutare se una decisione sia o non sia efficiente per la società, ovvero ancora quando l'indipendenza dell'amministratore è solo formale<sup>221</sup>.

Ebbene, sotto il primo profilo, si è osservato che la mancanza di obblighi di *public reporting* può limitare l'efficacia della funzione degli *independent directors*<sup>222</sup>.

Quanto al secondo aspetto, molti dubitano della reale indipendenza dei c.d. amministratori indipendenti all'interno delle *startups*. Anche nel caso di amministratori di nomina comune, infatti, i *directors* sono solitamente selezionati dai *venture capitalists*, che hanno un *network* professionale notevolmente superiore rispetto a quello dei *founders* o degli imprenditori; per contro, i *common shareholders* finiscono semplicemente per fidarsi dei nomi proposti dall'investitore. Molti degli amministratori "indipendenti" nominati, inoltre, hanno interesse a mantenere una buona relazione con gli investitori di *venture* perché si assicurano in questo modo la possibilità di ricevere nuovi incarichi in futuro, considerato che i *venture capitalist* sono "repeat players". Ancora, i *venture capitalists*, in cambio dell'approvazione di determinate operazioni a loro favorevoli, possono promettere agli *independent directors* una parte dell'ammontare della preferenza liquidatoria

---

<sup>219</sup> BROUGHMAN, *The role of independent directors*, cit., p. 15-16 dell'estratto.

<sup>220</sup> BROUGHMAN, *The role of independent directors*, cit., p. 17 dell'estratto.

<sup>221</sup> BROUGHMAN, *Investor opportunism*, cit., p. 352.

<sup>222</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 208.

sotto forma di *bonus* o altra forma di remunerazione, compromettendo così il giudizio neutrale di quello che inizialmente poteva considerarsi un amministratore indipendente<sup>223</sup>.

#### d) Il dovere fiduciario del *board of directors*

Un altro strumento in grado di limitare gli opportunismi è il dovere fiduciario del *board of directors* nei confronti della società e dei suoi *shareholders*, il quale – come è noto - consente agli *shareholders* di agire contro la società e i suoi *directors* qualora questi ultimi agiscano perseguendo interessi non in linea con quelli sociali.

Secondo la Delaware General Corporation Law (DGCL), gli amministratori sono soggetti ad un dovere fiduciario nei confronti della società e dei soci nel loro complesso. Si tratta di un dovere non derogabile nelle imprese organizzate come *corporation*<sup>224</sup>: le parti non possono decidere di escludere il *duty of loyalty*<sup>225</sup>.

Il contenuto del dovere fiduciario del *board* nel contesto delle *startup VC-financed* è stato oggetto di varie pronunce in giurisprudenza e di accesa discussione in dottrina.

---

<sup>223</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, 988-989.

<sup>224</sup> Il dovere fiduciario si compone del *duty of care* e del *duty of loyalty*. In alcune forme organizzative diverse dalle *corporations*, quali le *partnerships* e le *limited liability companies* (LLC), per contro, sono ammesse deroghe per entrambe le componenti del dovere fiduciario: vedi Title 6, Subchapter XI, § 17-1101 lettera (d) del DRULPA (Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act) e Title 6, Subchapter 18, § 18-1101 lettera (d) del Limited Liability Company Act.

<sup>225</sup> KORSMO, *op.cit.*, p. 1207.

Secondo il titolo 8, sezione § 102 (b) (7) del DGCL, l'atto costitutivo di una *corporation* può escludere l'applicazione del *duty of care* in presenza di certe circostanze, ma non l'applicazione del *duty of loyalty*: "*The certificate of incorporation may contain...(7) a provision eliminating or limiting the personal liability of a director or officer to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of: (i) a director or officer for any breach of the director's or officer's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) a director or officer for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) a director under § 174 of this title; (iv) a director or officer for any transaction from which the director or officer derived an improper personal benefit; or (v) an officer in any action by or in the right of the corporation*".

In generale il dovere fiduciario è dovuto nei confronti dei *common shareholders* in quanto *residual claimants* della società<sup>226</sup>. Tuttavia, quando la compagine societaria è costituita da azionisti ordinari e da azionisti con preferenze liquidatorie, è sorto il problema di stabilire se i doveri fiduciari si estendano anche alla classe degli azionisti privilegiati<sup>227</sup>. Si è osservato, infatti, che nel caso delle *startup* l'identità dei *residual claimants* varia a seconda del valore o dell'andamento dell'impresa, per cui l'obbligo fiduciario di perseguire l'interesse residuale diventa indeterminato<sup>228</sup>. Il tema è, dunque, tracciare una linea che distingua i beneficiari del dovere fiduciario da quelli che sono semplici controparti contrattuali della società.

I *preferred stockholders* sono considerati gli unici componenti della compagine societaria che si trovano a cavallo di questa linea, detenendo una partecipazione che può dirsi allo stesso tempo di natura sociale e di natura contrattuale<sup>229</sup>. Ciò in quanto il detentore di una partecipazione *preferred* riceve una quota di azioni (*a share of stock*) emessa in conformità allo stesso statuto e all'atto costitutivo che regolano le azioni ordinarie; l'emittente, tuttavia, aggiunge alcuni diritti di natura contrattuale a questa partecipazione – preferenze finanziarie o diritti simili a diritti di credito aventi ad oggetto il pagamento di determinate somme in certe date – che rendono appunto la partecipazione privilegiata<sup>230</sup>. Quando sorgono dei conflitti tra *preferred* e *common stock*, dunque, occorre stabilire quale strumento di difesa possano invocare i *preferred shareholders*, se quello dettato dalla *corporate e fiduciary law* o se quello della *contract law*.

Più in particolare, con riguardo al tema dei doveri fiduciari all'interno delle *startups VC financed* sono stati posti due interrogativi:

---

<sup>226</sup> Per *residual claimants* si intendono coloro la cui pretesa verso la società sarà soddisfatta per ultima con la distribuzione di ciò che resta dopo che tutti gli altri attori sono stati pagati.

<sup>227</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 30.

<sup>228</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 4 dell'estratto.

<sup>229</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1815.

<sup>230</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1819-20. Gli autori sottolineano comunque che, sebbene i diritti di privilegio dei *preferred* siano condizioni del contratto, essi sono inseriti nello statuto sociale piuttosto che in un contratto a sé stante.

- 1) Nel caso di comportamento opportunistico da parte dei *commons*, i titolari di *preferred stock* hanno diritto ad una protezione di tipo fiduciario o la loro tutela scatta solo in caso di violazione dei diritti e delle prerogative che essi si sono espressamente assicurati nel contratto?
- 2) L'esercizio di un diritto o potere esplicitamente negoziato dai *preferred* nel contratto di investimento può essere limitato dall'esistenza di un'obbligazione fiduciaria del *board* nei confronti della società e dei suoi *common shareholders*?

Nei capitoli che seguono si analizzeranno dapprima i casi più importanti relativi alla prima questione (capitolo 4, par. 4.1.), seguiti dalle opinioni della dottrina con riguardo al *leading case* in materia e alle interpretazioni alternative proposte (capitolo 4, par. 4.2.); successivamente si passerà ad esaminare il secondo interrogativo (capitolo 5, parr. 5.1. e 5.2.)

## **CAPITOLO 4: IL DOVERE FIDUCIARIO DEL *BOARD* NEL CONTESTO DELLE *STARTUP VC-FINANCED***

### **4.1. *Case law* in tema di doveri fiduciari**

#### **a) *Equity-Link Investors, L.P. v. Adams*<sup>231</sup>**

La società Genta Corporation si trova sul filo dell'insolvenza e il *board of directors* deve dunque scegliere se liquidarla o cercare di ottenere un altro finanziamento per continuare l'attività. Il socio investitore di *venture capital* dotato di preferenza liquidatoria, Equity-Link, volendo evitare di subire perdite ulteriori, preme per la prima alternativa, ovvero liquidare Genta e distribuire il ricavato tra i soci. In questo caso, poiché la stima del ricavato dell'operazione è inferiore alla preferenza liquidatoria di Equity-Link, nulla andrebbe agli azionisti ordinari. Questi ultimi, per contro, premono per la seconda opzione: chiedere nuovi finanziamenti e continuare le operazioni nella speranza che la società possa ancora riuscire a

---

<sup>231</sup> *Equity-Link Investors, L.P. v. Adams*, 705 A.2d 1040 (Del. Ch. 1997).

sviluppare un prodotto in grado di generare dei profitti. Quando il *board* di Genta annuncia di aver trovato un terzo finanziatore e di poter dunque continuare l'attività, Equity-Link decide di promuovere la causa in oggetto al fine di bloccare l'operazione di finanziamento, asseritamente contraria al dovere fiduciario del *board*.

La Corte respinge la pretesa del socio investitore e osserva che, sebbene l'operazione sia contraria agli interessi dei *preferred shareholders* e risponda unicamente agli interessi dei *commons*, essa non costituisce una violazione dei doveri fiduciari da parte del *board*<sup>232</sup>. A sostegno della decisione la Corte non compie una valutazione degli interessi della società o dei suoi azionisti nel complesso, ma si basa semplicemente sul principio per cui un *board* dominato da *common shareholders* ha il dovere di perseguire gli interessi dei *common shareholders* anche a discapito di quelli dei *preferred*<sup>233</sup>, unico limite essendo quello del rispetto delle tutele contrattualmente assegnate ai *preferred*.

In sintesi, dunque, la Corte del Delaware, con il caso Equity-Link, stabilisce che il *board* di una società controllato da *common shareholders* può ignorare gli effetti che le proprie decisioni hanno sui *preferred shareholders*, purché non vengano violate specifiche disposizioni del contratto di investimento dei soci investitori privilegiati<sup>234</sup>. La regola della *common-stock maximization*, dunque, protegge la discrezionalità del *board of directors* che prenda decisioni contrarie agli interessi di *non-controlling venture capitalists*<sup>235</sup>. I *preferred* i cui interessi sono stati lesi da un *board* costituito in prevalenza da rappresentanti dei *commons* non possono invocare

---

<sup>232</sup> "While the facts out of which this dispute arises indisputably entail the imposition by the board of (or continuation of) economic risks upon the preferred stock which the holders of the preferred did not want, and while this board action was taken for the benefit largely of the common stock, those facts do not constitute a breach of duty. While the board in these circumstances could have made a different business judgment, in my opinion, it violated no duty owed to the preferred in not doing so. The special protections offered to the preferred are contractual in nature".

<sup>233</sup> "It will be the duty of the board, where discretionary judgement is to be exercised, to prefer the interests of common stock – as the good faith judgement of the board sees them to be – to the interests created by the special rights, preferences, etc., of preferred stock."

<sup>234</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 978.

<sup>235</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1882.

una protezione di tipo fiduciario nei loro confronti. La loro tutela è limitata a quanto espressamente inserito nel contratto.

b) **Orban v. Field**<sup>236</sup>

La lite ha ad oggetto la violazione del dovere fiduciario del *board* della società Office Mart Holdings Corp. per aver approvato una serie di transazioni culminate con la fusione della società con Staples Inc., senza la previsione di alcun corrispettivo per i *common shareholders*. A differenza del caso precedente, il *board* in Orban è in prevalenza composto da *directors* nominati dai *preferred shareholders*.

Nonostante in base allo statuto di Office Mart per il compimento dell'operazione di fusione fosse richiesta l'approvazione da parte della maggioranza degli *shareholders*, senza distinzione tra "classi" di *stock*, Staples Inc. richiede che almeno il 90% di ogni categoria di azioni voti a favore della stessa. I *commons*, tuttavia, e in particolare il socio fondatore Orban, si rifiutano di approvare l'operazione, chiedendo 4 milioni di dollari in cambio di un suo voto favorevole. Per superare l'*impasse*, il *board* della società, con una serie di transazioni, riesce a diluire la partecipazione di Orban, facendo sì che esso si ritrovi a detenere una percentuale delle azioni ordinarie della società inferiore al 10%. In questo modo la fusione viene approvata anche dal 90% dei *common shareholders*.

A seguito di ciò Orban, fondatore della società, promuove azione legale contro il *board* contestando le varie azioni intraprese dal *board* per diluire la sua partecipazione. Oggetto della lite così instaurata non è dunque l'operazione di *trade sale* in sé, ma piuttosto le varie operazioni di diluizione della partecipazione di Orban al fine di perfezionare la *trade sale*. I *directors* convenuti, a loro difesa, affermano che le operazioni effettuate sono state necessarie al fine di concludere una fusione rispondente al migliore interesse della società.

---

<sup>236</sup> Orban v. Field n. 12820, 1997 Del. Ch. Lexis 48.

Nel corso della sua valutazione la Corte osserva che il *board* di una società può certamente utilizzare i propri poteri contro i suoi *shareholders* in certe circostanze – potendo i maggiori benefici dell’operazione giustificarne la decisione – ma in tal caso deve dimostrare di aver agito secondo buona fede e in maniera ragionevole<sup>237</sup>. Ritenendo nel caso di specie soddisfatta questa prova da parte dei *defendants*, la Corte respinge la pretesa attorea, osservando che la transazione appare ragionevolmente essere la migliore transazione possibile sul mercato (circostanza peraltro non contestata da Orban)<sup>238</sup> e che, anche in assenza delle operazioni strumentali alla diluizione della partecipazione di Orban, quest’ultimo non avrebbe ottenuto alcun profitto dalla fusione<sup>239</sup>.

In sintesi, dunque, in Orban la Corte stabilisce che un *board* controllato da *directors* nominati dai *preferred* non ha un dovere fiduciario specificamente rivolto verso i *common shareholders*. Al contrario, esso può prendere decisioni di gestione che servono gli interessi dei *preferred* alle spese di quelli dei *commons*, purché quelle decisioni siano giustificabili in quanto rispondenti al migliore interesse della società nel suo insieme<sup>240</sup>.

Se si guarda a entrambe le decisioni esaminate, Orban e Equity-Link, sembra che la Corte, nell’interpretare il dovere fiduciario del *board*, abbia voluto adottare un approccio c.d. “control-contingent”, in base al quale l’identità di coloro che controllano il *board* incide sul contenuto del dovere fiduciario del *board*. Mentre un *board* controllato dai *commons* è libero di perseguire gli interessi dei *commons* alle spese degli interessi dei *preferred* e dei soci nel loro complesso, per contro, un *board*

---

<sup>237</sup> “A board may certainly deploy corporate power against its own shareholders in some circumstances – the greater good justifying the action – but when it does, it should be required to demonstrate that it acted both in good faith and reasonably.”

<sup>238</sup> “The Staples’ transaction appeared reasonably to be the best available transaction”...“there is no claim...that the merger itself was not in the best interest of the corporation”.

<sup>239</sup> “It might be noted, however, that Mr. Orban would have received no proceeds from the merger even if the recapitalization and related transactions had never occurred”.

<sup>240</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 993.

controllato dai *preferred* può prendere decisioni contrarie agli interessi dei *commons*, purchè quelle decisioni rispondano al migliore interesse della società<sup>241</sup>.

c) **In re Trados Inc.**<sup>242</sup>

In re Trados è il *leading case* in materia.

La società Trados Inc., nel tentativo di implementare una nuova strategia di sviluppo, ottiene nel corso di qualche anno diversi investimenti di capitale da parte di vari fondi di *venture* in successivi *round* di finanziamento. In cambio del capitale, gli investitori di *venture capital* dei vari *round* ricevono *preferred stock* e il diritto di nominare loro rappresentanti all'interno del *board* di Trados. Al seguito di queste contrattazioni il *board* di Trados, all'epoca della transazione contestata, risulta composto da: due amministratori esecutivi detentori di *common stock*; tre diretti rappresentanti degli investitori di *venture capital*; un detentore di *preferred stock* con stretti legami personali con uno dei *venture capitalists*; e un amministratore indipendente esperto del settore.

Nel corso del loro mandato, i vari *directors* nominati dai *venture capitalist*, valutato che Trados non aveva possibilità di generare un ritorno significativo, iniziano a cercare un'*exit* dalla società.

Al fine di incentivare gli amministratori esecutivi - titolari di *common stock* - a perseguire una vendita, viene proposto e poi adottato un piano ("management incentive plan" - MIP) che assegna agli *executive directors* una percentuale sul ricavato dell'*exit*, così da incentivarli a migliorare le *performance* della *startup* e poterla vendere sul mercato ad un prezzo più alto. Nel giro di breve tempo, il *board* approva una proposta di fusione della società per 60 milioni di dollari. La fusione viene approvata anche dagli *shareholders*, per la maggioranza detentori di *preferred stock*.

---

<sup>241</sup> È questa l'interpretazione data da FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 992-993.

<sup>242</sup> In re Trados, Inc., 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

Al momento della fusione la preferenza liquidatoria sommata ai dividendi cumulativi non pagati dei *venture capitalists* era pari a 57.9 milioni di dollari. Stante il MIP, tuttavia, 7.8 milioni del prezzo di fusione (13%) vengono assegnati agli amministratori esecutivi, mentre i *preferred shareholders* ottengono i restanti 52.2 milioni, ovvero meno rispetto al totale della loro preferenza liquidatoria, ma comunque più rispetto al loro investimento iniziale<sup>243</sup>. I *common shareholders* non ricevono alcun corrispettivo.

In conseguenza di questi fatti, uno dei soci ordinari che aveva espresso voto contrario rispetto all'operazione, detentore del 5% delle *common stock* di Trados, promuove un'azione legale contro il *board* per violazione del dovere fiduciario.

Di seguito si riportano i passi salienti della decisione della Delaware Chancery Court:

Con specifico riferimento alle società *VC financed*, la Corte osserva che: <<non c'è nulla di intrinsecamente dannoso nell'assegnazione di *preferred stock* ai VCs. I sofisticati diritti contrattuali, l'uso di staged financing, e la graduale acquisizione del controllo del board nel corso dei successivi round di finanziamento aiutano i VCs a ridurre sia il rischio di comportamenti opportunistici da parte degli imprenditori e sia i costi di agenzia. Nondimeno, se da un lato ognuna di queste tecniche contrattuali aiuta gli investitori a minimizzare i costi di agency, allo stesso tempo esse fanno nascere la possibilità che il VC possa fare uso dei suoi diritti contrattuali in maniera opportunistica>><sup>244</sup>. E infatti, << a causa delle preferenze liquidatorie dei preferred, essi talvolta guadagnano meno da un incremento di valore della società rispetto a quanto perdono in caso di una diminuzione del suo valore. Questo effetto potrebbe

---

<sup>243</sup> In particolare, per quanto riguarda i 2 maggiori investitori di *venture capital*: Hg ricevette 18.9 milioni a fronte dei 16.6 investiti; mentre Wachovia ottenne 8.1 milioni a fronte dei 6 investiti.

<sup>244</sup> "There is nothing inherently pernicious about the standard feature of VC preferred stock. The sophisticated contract rights, the use of staged financing, and the gradual acquisition of board control over the course of multiple financing rounds help VCs reduce the risk of entrepreneur opportunism and management agency costs. Nevertheless, while each of the contracting techniques help VC investors minimize agency risks, they also give rise to the possibility that the venture capitalist may use the contract rights opportunistically".

*portare un board dominato dai preferred a scegliere strategie di investimento a basso rischio piuttosto che quelle ad alto rischio>><sup>245</sup>.*

*Più nello specifico, << è molto probabile che i diversi diritti patrimoniali degli azionisti con preferenza condizionino la scelta tra (i) vendere o liquidare la società e (ii) mantenere la società come business indipendente. In particolare, può accadere che boards of directors dominati da preferred shareholders prediligano liquidity events anche quando continuare l'attività di impresa in maniera indipendente genera maggiore valore per gli shareholders. In queste situazioni, i liquidity events assicurano un certo pagamento, che per la maggior parte è catturato dai preferred shareholders attraverso la loro preferenza liquidatoria. Continuare a condurre l'impresa come società indipendente potrebbe esporre i venture capitalists detentori di preferred stock ad un rischio senza sufficienti chance di guadagno<sup>246</sup>>>. <<Gli effetti distorsivi di questo meccanismo sorgono soprattutto quando - come spesso è il caso - la startup non è né un incredibile successo né un completo fallimento>><sup>247</sup>. <<I costi di questo comportamento distruttore di valore sono sopportati, in prima battuta, dagli azionisti ordinari.>> <<Il modello di business dei venture capitalists rinforza gli incentivi creati dall'assegnazione di preferred shares dotate di particolari diritti patrimoniali".<sup>248</sup>*

---

<sup>245</sup> *"Because of the preferred shareholders' liquidation preferences, they sometimes gain less from increases in firm value than they lose from decreases in firm value. This effect may cause a board dominated by preferred shareholders to choose lower-risk, lower value investment strategies over higher-risk, higher investment strategies".*

<sup>246</sup> *"The different cash flow rights of preferred stockholders are particularly likely to affect the choice between (i) selling or dissolving the company and (ii) maintaining the company as an independent private business. In particular, preferred dominated boards may favor immediate liquidity events (such as dissolution or sale of the business), even if operating the firm as a stand-alone going concern would generate more value for shareholders. In these situations, liquidity events promise a certain payout, much or all of which the preferred shareholders can capture through their liquidation preferences. Continuing to operate the firm as an independent company may expose the preferred-owning VCs to risk without sufficient opportunity to gain".*

<sup>247</sup> *"The distorting effects are most likely to arise when, as is often the case, the firm in neither a complete failure nor a stunning success".*

<sup>248</sup> *"The costs of this value-reducing behavior are born, in the first instance, by common shareholders.". "The VC business model reinforces the economic incentives that the preferred stock's cash flow rights create".*

Svolte queste considerazioni preliminari, la Corte passa a delineare lo *standard* di condotta cui i *directors* di una *corporation* sono chiamati: <<Nell'esercizio della loro responsabilità statutaria, il dovere di condotta richiede ai *directors* di perseguire il valore della società per il beneficio finale dei suoi soci. ... I *directors* hanno un obbligo verso la società per il beneficio finale dei suoi residual claimants ..., non per il beneficio dei suoi contractual claimants>>. <<I diritti e le preferenze dei preferred stock sono di natura contrattuale>><sup>249</sup>. <<Un board non ha un dovere fiduciario nei confronti dei preferred stockholders quando deve decidere se prendere una decisione di gestione che può attivare o aggirare i diritti contrattuali dei preferred. Il dovere fiduciario è dovuto nei confronti dei preferred stockholders solo quando essi non invocano i loro speciali diritti contrattuali ma piuttosto un diritto che è parimenti attribuito anche ai commons<sup>250</sup>>>.

Statuito questo principio, la Corte esamina quindi lo *standard of review* appropriato al caso di specie. Valutando che solo uno dei sette *directors* del *board* poteva dirsi disinteressato e indipendente rispetto all'operazione <sup>251</sup>, decide di applicare l'"entire fairness standard", così spostando sui convenuti amministratori

---

<sup>249</sup> "When exercising their statutory responsibility, the standard of conduct requires that directors seek to promote the value of the corporation for the benefit of its stockholders. ... Directors owe duties to the corporation for the ultimate benefit of the entity's residual claimants..., not for the benefit of its contractual claimants". "The rights and preferences of the preferred stock are contractual in nature".

<sup>250</sup> "A board does not owe fiduciary duties to preferred stockholders when considering whether or not to take corporate action that might trigger or circumvent the preferred stockholders' contractual rights. Preferred stockholders are owed fiduciary duties only when they do not invoke their special contractual rights and rely on a right shared equally with the common stock."

<sup>251</sup> Questo in breve il ragionamento della Corte sul punto: i due amministratori esecutivi non possono ritenersi disinteressati rispetto alla fusione, dal momento che essi ricevono per mezzo di questa un beneficio personale secondo il piano di incentivazione in vigore (MIV); beneficio che non è condiviso con gli altri *shareholders* e di ammontare tale da condizionare il loro giudizio. Tre *directors* sono rappresentanti del fondo di *venture capital*, per cui hanno un dovere fiduciario anche nei confronti di quest'ultimo (si parla in questo caso di *dual fiduciaries*) e si trovano quindi in un connaturato conflitto di interessi. Un altro *director*, infine, sebbene non nominato dai *preferred*, non può dirsi indipendente per via della stretta relazione professionale con alcuni *venture capitalists* della società e per via della titolarità indiretta di azioni *preferred* con diritto ad una preferenza nel caso di fusione.

l'onere di provare che l'operazione fosse *fair*, sia dal punto di vista procedurale (*fair dealing*), sia per quanto riguarda il prezzo ovvero le condizioni economico-finanziarie complessivamente concordate (*fair price*)<sup>252</sup>.

A questo proposito la Corte rileva che, nel caso di specie, i convenuti hanno agito senza considerare che il loro compito consisteva nella massimizzazione del valore della *corporation* nell'interesse dei *common stockholders*; tuttavia, per quanto riguarda il *fair price*, essa accoglie le argomentazioni dei *defendants*.

In particolare, la Corte valuta che Trados, in assenza di fusione, non aveva una ragionevole prospettiva di crescere tanto da generare valore per i detentori di *common stock*. Se, da un lato, Trados poteva ragionevolmente riuscire ad ottenere un nuovo finanziamento, evitare il fallimento e continuare ad operare, dall'altro, essa non aveva una realistica possibilità di produrre un profitto in grado di sfuggire alla forza della preferenza liquidatoria e del dividendo cumulativo dei *preferred*.

Per questo motivo, la Corte giudica il valore economico delle azioni ordinarie di Trados prima della fusione pari a zero, ovvero lo stesso valore assegnato loro con l'operazione. Sulla base di questo ragionamento, la Corte accoglie quindi la

---

<sup>252</sup> Come spiegato nello stesso caso Trados, Delaware prevede tre diversi livelli di revisione (*standard of review*) di una decisione del *board*: "(i) *the business judgement rule*; (ii) *enhanced scrutiny*; and (iii) *entire fairness*".

Lo standard di *default* è la *business judgement rule*, ovvero la regola per cui si presume che "*in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company*".

*Enhanced scrutiny* è lo *standard* intermedio, che si applica quando l'attore è in grado di provare in giudizio l'assenza di uno degli elementi presunti dalla *BJR*, e in particolare in specifiche situazioni in cui vi è un potenziale conflitto di interessi.

*Entire fairness*, infine, è lo *standard* di scrutinio più severo, che viene applicato quando viene data la prova di un attuale conflitto di interessi all'interno del *board* che ha preso la decisione. Se il *plaintiff* è in grado di provare l'esistenza di un conflitto, l'onere della prova si sposta sui *defendants* i quali, per sfuggire a un eventuale responsabilità, devono dimostrare che, nonostante il conflitto, la decisione è il prodotto di "*fair dealing*" e "*fair price*".

In generale, in tema di *BJR* e *standard of review*, si veda, SMITH, *The modern business judgement rule*, BYU Law Research Paper Series, No. 15-09, 2013, disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2620536](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2620536) e la giurisprudenza ivi citata.

prospettiva dei *defendants* secondo cui, anche qualora la società avesse continuato ad operare come impresa indipendente, non vi sarebbe stato alcun profitto per i *commons*, per cui la fusione rappresentava comunque l'alternativa migliore<sup>253</sup>.

Questa considerazione porta la Corte a concludere che “*gli amministratori non hanno violato alcun dovere fiduciario nell’approvare una fusione nella quale gli azionisti ordinari non hanno ricevuto nulla. Le azioni ordinarie non avevano alcun valore economico prima della fusione, per cui gli azionisti ordinari hanno ricevuto nella fusione un valore sostanzialmente equivalente a quello che avevano prima dell’operazione...*”; pertanto “*la fusione è da considerarsi entirely fair*”<sup>254</sup>.

Volendo riassumere i punti più importanti della decisione, si può osservare quanto segue.

In primo luogo, la Corte – al contrario di quanto era emerso nel caso *Orban* - stabilisce che lo *standard of conduct* del *board*, ovvero il comportamento che questo deve tenere nello svolgere il proprio ruolo amministrativo, consiste nel perseguimento del massimo valore della società a beneficio dei *common holders*, anche quando i *preferred holders* hanno negoziato il controllo del *board*<sup>255</sup>. I doveri fiduciari degli amministratori nei confronti dei soci si estendono ai *preferred shareholders* solo nella misura in cui i loro interessi coincidono con quelli dei *common shareholders*<sup>256</sup>. Gli interessi facenti capo ai soli azionisti privilegiati devono essere tutelati tramite pattuizioni contrattuali e non attraverso rimedi fiduciari.

---

<sup>253</sup> Sulla base della stessa motivazione – ovvero il fatto che il valore delle *common shares* fosse pari a zero - la Corte respinge anche la richiesta dei *common shareholders* di esercizio del diritto di *appraisal*, con contestuale corresponsione del *fair value* delle azioni.

<sup>254</sup> “*The directors breached no fiduciary duty to the common stock by agreeing to a merger in which the common stock received nothing. The common stock had no economic value before the merger, and the common stockholders received in the merger the substantial equivalent in value of what they had before...*” pertanto “*the merger was entirely fair*”.

<sup>255</sup> CABLE, *Does Trados matter*, cit., p. 102.

<sup>256</sup> In altri termini, la *corporate law* (ovvero lo scrutinio fiduciario) può applicarsi a tutela dei *preferred* solo quando la questione riguarda un diritto da questi condiviso equamente con i *commons*; mentre bisogna fare esclusivo riferimento alla *contract law* quando la questione attiene a diritti particolari e preferenze, limitando queste ultime a quanto espressamente pattuito nel contratto.

Quando gli interessi delle due categorie di soci differiscono, il *board* è tenuto a dare priorità agli interessi degli azionisti comuni<sup>257</sup>.

In secondo luogo, la Corte stabilisce lo *standard of review* da applicarsi al caso di specie. Sul punto rileva che, rispetto ad una fusione che dà luogo al pagamento di una *liquidation preference* nei confronti dei *preferred* e nulla nei confronti dei *commons*, non possono considerarsi disinteressati i membri del *board* nominati dai soci di *venture capital*, né quelli legati ai *venture capital* da una relazione professionale o comunque titolari di una preferenza liquidatoria, né gli *executive directors* destinatari di una parte del compenso dell'operazione. L'approvazione di una transazione che realizza gli interessi dei *preferred* da parte di un *board* così composto, dunque, va trattata come una *self-dealing transaction*, con conseguente disapplicazione della BJR<sup>258</sup>.

Lo *standard* di revisione da utilizzare è quello dell'*entire fairness*, che implica un'inversione dell'onere della prova in capo al *board*, il quale deve provare che la transazione è avvenuta secondo un "fair dealing" o "fair process" e per un "fair price"<sup>259</sup>.

Tale *standard of review* può considerarsi integrato qualora il valore assegnato alla partecipazione dei *commons* a seguito dell'operazione è equivalente a quello attribuibile alla loro partecipazione prima dell'operazione. Poiché nel caso di specie viene dimostrato che la società non aveva *chance* di raggiungere un valore superiore alla preferenza liquidatoria dei *preferred*, il valore delle *common shares* viene valutato pari a zero (un titolo privo di prospettive di rendimento non ha infatti alcun valore). Questa considerazione consente alla Corte di escludere la violazione del dovere fiduciario da parte del *board*<sup>260</sup>.

---

<sup>257</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 30.

<sup>258</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1884.

<sup>259</sup> CABLE, *Does Trados matter*, cit., p. 122.

<sup>260</sup> In un caso di poco successivo (In re Nine Sys. Corp. Sh. Litig., No. 3940-VCN, Del. Ch. 2014), la Corte - in presenza di una situazione fattuale simile (approvazione da parte di un *board* controllato dai *preferred* di una fusione con nessun corrispettivo per i *commons*) - afferma che, poiché un procedimento gravemente deficitario ("grossly inadequate") può sminuire la prova di un giusto prezzo, vi è stata una violazione del dovere fiduciario. Tuttavia,

## 4.2. Le posizioni della dottrina

### a) Le opinioni della dottrina sul caso *In re Trados*

In dottrina si registrano posizioni assai diverse in merito alla decisione presa in Trados: alcune concordi, altre assai critiche.

L'orientamento che sostanzialmente aderisce alla decisione presa dalla Corte in Trados afferma che i *preferred stockholders* sono *preferred* nella misura in cui essi si assicurano dei privilegi o preferenze o diritti speciali nel contratto sociale. Per tutto ciò che essi non riescono ad inserire nel contratto, essi hanno diritto allo stesso trattamento e protezione degli altri *stockholders*<sup>261</sup>. Il *board*, dunque, non ha alcun dovere fiduciario di massimizzazione del valore dei *preferred* o di favorire in qualsiasi modo i *preferred* rispetto ai *commons*, a eccezione di quanto espressamente stipulato nel contratto.

Se i *preferred* riescono ad ottenere il controllo del *board*, essi devono rispettare lo stesso dovere fiduciario verso i *commons* ed evitare di usare il loro potere per estrarre un ritorno sul loro investimento personale<sup>262</sup>. Parimenti, anche quando sono i *common shareholders* a controllare il *board*, ai *preferred* non deve essere data alcuna protezione fiduciaria<sup>263</sup>.

A supporto di questa tesi si sostiene che i *preferred stockholders* hanno sufficiente potere di mercato per proteggere i loro interessi al tavolo negoziale<sup>264</sup>. Sebbene sia vero che per i *venture capitalists* l'investimento in *startup* innovative comporti enormi rischi, essi non sono gli unici ad assumersi un rischio. In molte *startup* vi sono *common stockholders* che hanno effettuato investimenti specifici

---

considerato che il valore delle *common stocks* era pari a zero al momento della transazione contestata, sarebbe comunque ingiusto riconoscere a favore degli attori un risarcimento. Per un riassunto del caso di veda KATZ, *op.cit.*, p. 246.

<sup>261</sup> STRINE, *op.cit.*, p. 2028.

<sup>262</sup> STRINE, *op.cit.*, p. 2028.

<sup>263</sup> KORSMO, *op.cit.*, p. 1228.

<sup>264</sup> STRINE, *op.cit.*, p. 2029. L'autore non nasconde che questo schema possa presentare delle complicazioni ma ritiene nondimeno che sia in grado di indurre la parte con un forte potere contrattuale (i *preferred*) ad ottenere protezione dove dovrebbe, ovvero nel contratto (p. 2040).

nell'impresa. Per molti *employees* della *startup* il *common stock* rappresenta la principale forma di compenso. La maggior parte di questi titolari di *equity* accettano il rischio dell'investimento sulla base della promessa che la società si impegnerà a sviluppare una nuova tecnologia o servizio per poi venderla profittevolmente sul mercato<sup>265</sup>.

Qualora i *preferred* abbiano il controllo del *board* non si può lasciare che essi disinvestano quando vogliono, nel loro esclusivo interesse individuale. Se una *startup* ha disponibilità liquide in grado di coprire altri due anni di attività e vi è ancora una *bona fide chance* che possa generare valore, la società deve continuare a sviluppare la nuova tecnologia per cui è stata costituita<sup>266</sup>.

Partendo da questo presupposto, alcuni autori si spingono anche oltre il ragionamento della Corte, sostenendo che il fatto che la transazione di *exit* (fusione o vendita che sia) venga conclusa dai *preferred* al *fair market value* non giustifica la decisione agli occhi dei *commons*, i quali hanno investito nella *startup* in ragione del fatto che essa avrebbe perseguito con fermezza il suo progetto innovativo per vedere se questo potesse dare dei risultati.

I *preferred* non sono creditori con un diritto contrattuale di rimborso del loro prestito senza considerazione degli interessi dei *commons*<sup>267</sup>. Pertanto, anche se il prezzo della transazione può dirsi *fair*, come nel caso *Trados*, i *commons* subirebbero comunque un danno, essendo privati della possibilità di continuare l'attività di impresa nella speranza di vederla generare valore futuro.

I *commons* - si è detto - avrebbero diritto a continuare l'attività anche se le *chances* di successo sono basse o se la scelta più efficiente dal punto di vista economico è quella di vendere la società <sup>268</sup>. Per contro, i *preferred* -

---

<sup>265</sup> STRINE, *op. cit.*, p. 2037.

<sup>266</sup> STRINE, *op. cit.*, p. 2039.

<sup>267</sup> STRINE, *op. cit.*, p. 2027.

<sup>268</sup> KATS, *op.cit.*, p. 263. La posizione dei *preferred shareholders* nel caso di specie può essere paragonata a quella dei creditori di una società vicino alla zona di insolvenza. Così come – secondo le Corti del Delaware – in questa situazione i *directors* non hanno un dovere fiduciario nei confronti dei creditori, allo stesso modo i *directors* non hanno un dovere

indipendentemente dal fatto che il prezzo concordato sia equo o meno - non sarebbero legittimati a concludere operazioni di *exit* che rispondano solo ai loro interessi personali.

A supporto di questa decisione si è osservato inoltre che considerare i *commons* come beneficiari del dovere fiduciario incentiva una gestione maggiormente propensa al rischio e quindi creatrice di maggiore valore<sup>269</sup>.

Gli azionisti comuni sono i “residual claimants” del valore creato dall’impresa: essi hanno diritto a quello che rimane dopo che tutti gli altri investitori, soci privilegiati compresi, sono stati pagati<sup>270</sup>. Essi sono i soggetti maggiormente esposti e più vulnerabili rispetto ai comportamenti opportunistici di altri *insiders*; pertanto, per tutelare i loro interessi è necessario prevedere dei doveri fiduciari in loro favore<sup>271</sup>. Tutti gli altri gruppi, come gli azionisti privilegiati, i creditori o i dipendenti stipulano dei contratti con la società in cui specificano le obbligazioni della società nei loro confronti. Essi, dunque, possono usare questi contratti per negoziare le tutele che desiderano, senza necessità di essere protetti anche da un dovere fiduciario nei loro confronti<sup>272</sup>.

Vi sono poi una serie di argomenti contrari a quanto statuito in Trados.

i. Legittimazione di condotte opportunistiche da parte dei *commons*

In primo luogo, si è osservato che l’approccio adottato dalla Corte è efficiente solo là dove gli interessi dei *commons* coincidano con quelli di massimizzazione del valore dell’impresa, mentre quando ciò non avviene l’applicazione di Trados crea dei problemi<sup>273</sup>.

---

fiduciario verso i *preferred*, ma devono in ogni caso dare priorità agli interessi dei *common stockholders*, anche quando questo può ledere altre “corporate constituencies”.

<sup>269</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1840.

<sup>270</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 980.

<sup>271</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 980.

<sup>272</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 981. Sull’argomento di veda anche MACEY, MILLER, *Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective*, in 43 U. Toronto L. J., 1993, p. 405 ss.

<sup>273</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1886.

Trados consente ad una società vicina al fallimento di giocare d'azzardo con i soldi dei *preferred shareholders*. In prossimità di un fallimento, infatti, gli interessi dei *commons* convergeranno sempre verso la continuazione dell'attività di impresa, indipendentemente da quanto sia alta la probabilità che il valore rimanente della *startup* venga così distrutto<sup>274</sup>. In altri termini - si è detto - la logica adottata in Trados forza i *directors* a perseguire risultati socialmente non ottimali, imponendo loro - al fine di rispettare il loro dovere fiduciario - di compiere, secondo la logica del "tutto per tutto", delle scommesse incoscienti<sup>275</sup>.

ii. Indebolimento dello strumento contrattuale

La prevalenza degli interessi dei *common shareholders* sugli interessi dei *preferred shareholders* indebolisce l'efficacia della negoziazione tra imprenditori e *venture capitalist* nello stabilire l'assegnazione dei diritti di controllo <sup>276</sup>. L'applicazione dello *standard* indicato in Trados stravolge l'allocazione del rischio concordata tra le parti e la struttura di incentivi del patto, fornendo all'imprenditore una copertura fiduciaria a dispetto dell'accordo<sup>277</sup>.

A causa della incertezza e non contrattabilità di alcuni potenziali problemi, i *preferred shareholders* non riescono ad ottenere completa protezione dagli opportunismi attraverso il contratto di investimento. Un dovere fiduciario come quello delineato in Trados non lascia modo ai *venture capitalist* di contrattare attorno al problema<sup>278</sup>. Qualunque accordo o clausola stipulata dai *preferred* che richieda anche un'azione del *board* (come spesso accade nelle transazioni di *exit*),

---

<sup>274</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1889.

<sup>275</sup> BARTLETT, *Shareholder wealth maximization*, cit., p. 256, secondo cui si tratta dello stesso tipo di scommesse note per aver affossato imprese sull'orlo del dissesto finanziario e comunemente associate con la crisi finanziaria del 2008. In una prospettiva più generale, l'autore afferma che gli effetti subottimali prodotti da decisioni quale quella in oggetto indeboliscono l'utilità della forma societaria come veicolo per la massimizzazione del valore dell'impresa e possono dunque potenzialmente indurre investitori e imprenditori ad utilizzare enti non societari per finanziare nuove imprese.

<sup>276</sup> WEISS, *op.cit.*, p.31.

<sup>277</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1885.

<sup>278</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1887.

infatti, dovrà essere sottoposta al vaglio del rispetto del dovere fiduciario verso i *commons*<sup>279</sup>.

Invero, a seguito del caso Trados, la National Venture Capital Association (NVCA) ha aggiornato alcuni dei suoi modelli di contratto di investimento nel tentativo di eludere – se non addirittura abrogare – la regola stabilita in Trados. Per esempio, a seguito della decisione, nel modello di statuto proposto dalla NVCA è stata inserita una clausola (“Sale right provision”), secondo la quale, qualora il *board* respinga una transazione di *exit*, i *preferred* hanno diritto a far riacquistare la propria partecipazione dalla società allo stesso prezzo che essi avrebbero ottenuto nel caso l'*exit* fosse andata a buon fine e con interessi che maturano ad un tasso estremamente elevato<sup>280</sup>. Molti sono, tuttavia, i dubbi circa l'effettiva capacità della clausola di aggirare la decisione della Corte<sup>281</sup>.

### iii. Incertezza delle decisioni del *board*

---

<sup>279</sup> Assai critico sul punto KORSMO, *op.cit.*, p. 1228, secondo cui “*great care must be taken not to allow fiduciary duties to display voluntary bargains and destabilize contractual relationships*”. Secondo l'autore bisognerebbe fare in modo che, quando i *preferred* hanno un diritto espressamente contenuto nel contratto, questo diritto venga eseguito anche se la sua esecuzione può ledere gli interessi dei *common shareholders* o della società nel suo insieme.

Sul punto si veda in seguito il capitolo 5, parr. 5.1. e 5.2. sull'esecuzione del diritto di *redemption* e del diritto di *drag-along*.

<sup>280</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 27 dell'estratto.

<sup>281</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1892. Gli autori osservano che prevedere un diritto di rimborso come alternativa alla vendita o fusione della società non è altrettanto efficace, in quanto è improbabile che la società abbia sufficiente liquidità per effettuare l'acquisto. Se il *board* si oppone alla vendita, inoltre, l'esecuzione del *redemption right* dell'investitore è comunque soggetta alla discrezionalità del *board* circa il se e per che ammontare effettuare il pagamento, secondo quanto stabilito nel caso *ThoughWorks* (vedi *infra* in questa parte, capitolo 5, par. 5.1., lett. a). Non solo: nello diverso scenario in cui - viceversa - il *board* approvi la vendita, questa resta soggetta allo scrutinio fiduciario delineato in Trados; per cui, se approvata in maggioranza da *directors* designati dai *venture capitalist* o non indipendenti, sarà considerata un'operazione “interessata” e dovrà esserne provata la *entire fairness*. La previsione della “sale right provision”, dunque, non sarebbe in grado di neutralizzare il principio statuito in Trados. Sul punto vedi anche CABLE, *Does Trados matter*, cit., p. 109.

In aggiunta, l'orientamento delle corti del Delaware rende sostanzialmente incerta la legittimità delle decisioni prese da un *board* dominato da amministratori di nomina del fondo di *venture capital*<sup>282</sup>.

A seguito di quanto statuito in Trados, il *board of directors* potrà esercitare la propria discrezionalità rispetto ad una decisione di *exit* solo compatibilmente agli interessi degli azionisti comuni, che altrimenti potranno chiedere un esame della decisione secondo l' "*entire fairness review*"<sup>283</sup>. Tutte le decisioni di *exit* non condivise dai *commons*, per quanto efficienti, potranno quindi essere contestate da questi ultimi. Invero, qualsiasi *exit transaction*, per quanto economicamente efficiente, può essere attaccata da parte dei *commons* con l'argomento del "se si fosse aspettato a vendere, il valore per il *common stock* sarebbe stato più alto", con conseguente incertezza circa la validità di qualsiasi decisione presa da un *board* controllato dai *preferred*<sup>284</sup>.

iv. Aumento dei costi di investimento per i *preferred*

Se le decisioni dei *venture capitalists* sono sottoposte ad uno scrutinio del dovere fiduciario più severo, il rendimento del singolo investimento e, di conseguenza, del loro complessivo portafoglio di investimenti potrebbe essere compromesso. Una maggiore efficienza *ex post*, infatti, non assicura necessariamente una partecipazione *ex ante*<sup>285</sup>.

Anche qualora la pretesa azionata dai *commons* in giudizio dovesse essere respinta, fare i conti con la minaccia o con la promozione di un'azione legale rappresenterà un grosso costo per i *venture capitalists* in termini di soldi, tempo e

---

<sup>282</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 32.

<sup>283</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 31.

<sup>284</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1889.

<sup>285</sup> BROUGHMAN, *The role of independent directors*, cit., p. 507: "*Ex post efficiency does not necessarily mean ax ante participation*".

energie manageriali <sup>286</sup>. Di conseguenza, il rischio di rimanere bloccati nella società aumenta e con esso anche il costo dei finanziamenti di *venture*<sup>287</sup>.

Trados, inoltre, rende il disinvestimento assai più complicato da parte del socio investitore e può quindi nel complesso disincentivare il fondo di *venture capital* a investire (la possibilità di *exit* è infatti uno degli elementi essenziali del modello di *business* del *venture capitalist*).

v. Mancata considerazione delle particolarità delle *startup VC financed*

Un'obbligazione immutabile di massimizzare il valore per i *common shareholders* non si accorda con il contesto delle *startups VC financed* ove la classe di azioni ordinarie è caratterizzata da interessi assai eterogenei. I *common shareholders* non rappresentano una pretesa residuale indifferenziata; al contrario essi costituiscono solo un segmento dell'*equity* della società, sono spesso in conflitto tra loro e hanno altri rapporti di affiliazione con la società oltre a quello sociale<sup>288</sup>.

Non va dimenticato, inoltre, che i *preferred shareholders* svolgono un ruolo essenziale a livello di *governance* della società e non possono essere considerati semplici creditori che negoziano con la *startup at arm's length* e senza aspettative di protezione o di un rendimento connesso alla *equity ownership*<sup>289</sup>.

In aggiunta, le corti dovrebbero riconoscere che l'approccio *standard* della *corporate law*, che in caso di conflitti applica la BJR alle sole decisioni prese da una maggioranza di amministratori non interessati, spesso non è applicabile nel contesto delle *startups*. Molti partecipanti nelle *startups*, infatti, non sono indipendenti per natura e i *directors* in moltissimi casi si troveranno inevitabilmente in conflitto. Gli amministratori indipendenti hanno tipicamente diversi legami sociali all'interno della comunità imprenditoriale e questi legami rappresentano una importante risorsa per le *startups*. Le connessioni sociali e professionali inoltre

---

<sup>286</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 33.

<sup>287</sup> WEISS., *op.cit.*, p. 33-34.

<sup>288</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 218.

<sup>289</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 218.

spesso creano la fiducia necessaria per VCs e imprenditori per nominare un *independent director*; pratica che non dovrebbe essere disincentivata<sup>290</sup>.

## **b) Soluzioni alternative proposte**

Con riguardo al dovere fiduciario del *board of directors* nel contesto delle *venture capital backed firms*, oltre all'indirizzo affermato in Trados, in dottrina sono state avanzate altre proposte.

### *i. La firm value maximization*

La teoria della *firm value maximization* ritiene ottimale interpretare il dovere fiduciario degli amministratori come il dovere di massimizzare "the aggregate value of all classes of equity", ovvero il *firm value*<sup>291</sup>.

Secondo questa tesi la massimizzazione della ricchezza degli *shareholders* rappresenta semplicemente lo strumento principale per la massimizzazione del valore della società, ma non è un fine in sé. La massimizzazione dello *shareholder value* deve guidare il *board* solo nella misura in cui essa coincide con la massimizzazione del *firm value*<sup>292</sup>.

Applicando la regola della *firm value maximization*, un *common shareholder* che voglia contestare una transazione effettuata da un *preferred shareholder* in controllo deve provare che a causa dell'operazione vi è stato un sacrificio di *enterprise value*<sup>293</sup>.

---

<sup>290</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 219.

<sup>291</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1894. Nello stesso senso POLLMAN, *op.cit.*, p. 162; BARTLETT, *Shareholder wealth*, cit., p. 280 ss.

<sup>292</sup> BARTLETT, *Shareholder wealth maximization*, cit., p. 280 ss. Secondo l'autore sono diverse le decisioni della Corte del Delaware che possono essere interpretate nel senso di intendere il dovere fiduciario del *board* come dovere di massimizzazione del valore della società, rispetto al quale la massimizzazione del valore per gli *shareholders* è solo un mezzo per raggiungerlo.

L'autore osserva altresì che la corte del Delaware è sempre stata vaga circa la definizione dello *standard of conduct* che i *directors* sono tenuti a seguire nei casi in cui interesse sociale e interesse degli *shareholders* non coincidono. Il problema si è posto soprattutto quando una società si trova nella c.d. "*zone of insolvency*", ove il *board* è tenuto a decidere se liquidare la società nell'interesse dei creditori o continuare l'attività nell'interesse dei soci.

<sup>293</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1894.

Il dovere del *board* sarebbe, dunque, quello di massimizzare il valore dell'impresa, senza tenere conto di come i profitti saranno divisi tra gli *shareholders* secondo le caratteristiche delle varie classi di azioni<sup>294</sup>.

La Corte in *Trados* prende in considerazione questo approccio, ma afferma che esso non spiega perché il dovere di massimizzare il valore dell'impresa dovrebbe includere alcuni diritti contrattuali (quali quelli dei *preferred*) e non altri (quelli dei creditori, dipendenti, clienti, ecc). In aggiunta, una regola di massimizzazione del *firm value* complicherebbe sia il compito dei *directors* sia quello delle corti chiamate ad esaminare le loro decisioni, traducendosi di fatto in un notevole declino in responsabilità<sup>295</sup>.

ii. Una legge anti-*Trados* che assegni la prevalenza agli interessi dei *preferred*

Constatato che né gli interessi dei *common* né quelli dei *preferred* sono sempre allineati con l'interesse della società, e che quindi la previsione di un dovere fiduciario a favore degli uni o degli altri non è in grado di eliminare decisioni inefficienti, è stata ipotizzata la previsione di una "anti-*Trados rule*" che garantisca la prevalenza degli interessi dei soci con preferenza (piuttosto che dei soci ordinari) associata ad una regola di responsabilità che riequilibri gli incentivi delle parti.

La regola di responsabilità consentirebbe alla parte pregiudicata (i *commons*) di chiedere i *damages* conseguenti alla *wrongful decision* del *board* (ovvero alla decisione presa dal *board* nell'interesse di una parte ma lesiva per gli interessi dell'altra).

L'approccio propone di consentire che un *board* controllato dai *preferred* possa prendere decisioni che massimizzano gli interessi dei *preferred*, prevedendo però che gli altri soci possano agire nei confronti del *board* nel caso di danno<sup>296</sup>.

A sostegno di ciò si è osservato che, se i *preferred* in controllo fossero liberi di perseguire i propri interessi, nel caso in cui venga presa una decisione di *exit* che

---

<sup>294</sup> CABLE, *Does Trados matter*, cit., p. 105.

<sup>295</sup> In *Re Trados, Inc.*, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

<sup>296</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 21-22 dell'estratto.

danneggia i *commons*, questi ultimi potrebbero ottenere un risarcimento dai *preferred*; risarcimento che potrà essere prontamente pagato con una parte dell'incasso derivante dall'*exit* <sup>297</sup>. Questa regola di responsabilità, dunque, disincentiverebbe *ex ante* i *preferred* dal compiere una determinata decisione lesiva dei diritti dei *commons* e produrrebbe un'efficienza *ex post*.

Per contro, se si lascia che i *commons* perseguano i propri interessi, una regola di responsabilità a favore dei *preferred* per *wrongful decision* non può funzionare. E infatti, se per esempio i *commons* decidono di rifiutare un'offerta di *exit* assai favorevole per la società e di continuare l'attività di impresa, anche qualora i *preferred* agiscano in giudizio, i *commons* non avranno le disponibilità liquide per pagare i danni. Anche qualora la Corte riconosca un risarcimento a favore dei *preferred*, questo potrà essere pagato solo con il valore rimanente della *startup* al momento della futura *exit* o della liquidazione della stessa e solo se questo valore risulti sufficiente a risarcire i *preferred* <sup>298</sup>. I *commons* non saranno quindi disincentivati dalla regola di responsabilità e continueranno a preferire inefficienti continuazioni dell'impresa. Di conseguenza, la regola di *governance* che garantisce efficienza *ex post* sarebbe quella che alloca il controllo sulle decisioni di *exit* in capo ai *preferred* associata a un risarcimento per i *commons*<sup>299</sup>.

### iii. Un dovere fiduciario derogabile o modulabile dalle parti

Un'altra parte della dottrina ritiene invece più opportuno dare maggiore libertà alle parti in fase di negoziazione, lasciando che esse decidano contrattualmente come calibrare il dovere fiduciario del *board* secondo le loro particolari esigenze<sup>300</sup>.

---

<sup>297</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 17 dell'estratto.

<sup>298</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 16 ss. dell'estratto.

<sup>299</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 21 dell'estratto.

<sup>300</sup> SANGA, TALLEY, *op.cit.*, p. 5 dell'estratto, secondo i quali l'impossibilità di derogare al dovere fiduciario spesso peggiora le cose. In questo senso, anche SEPE, *Intruders in the board room: the case of constituency directors*, Washington University Law review, Vol. 91, 2013, disponibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2254982](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2254982), sarebbe opportuno che il dovere fiduciario del *board* nei confronti degli *shareholders* diventasse una semplice *default rule* dalla quale le parti possono decidere di discostarsi,

Il dovere fiduciario del *board* di massimizzazione della ricchezza degli *shareholders* o del *firm value* dovrebbe, dunque, intendersi come un dovere derogabile o modulabile dalle parti<sup>301</sup>.

Le parti potrebbero per esempio adottare dei doveri fiduciari maggiormente stringenti o più specifici per meglio tutelare i propri interessi<sup>302</sup>. Un'ipotesi potrebbe essere quella di lasciare che le parti stabiliscano un'inversione dell'onere della prova dal *plaintiff* (attore) al *defendant* (convenuto) nelle cause aventi ad oggetto la violazione del dovere fiduciario da parte del *board*. Un'altra regola che è stata proposta consiste nello stabilire che gli amministratori violino il loro dovere fiduciario verso la società e i suoi soci se: a) compiono operazioni che favoriscono una classe di soci rispetto ad un'altra; e b) il costo imposto sulla categoria svantaggiata è superiore ai benefici della classe favorita<sup>303</sup>.

#### iv. L'eliminazione del dovere fiduciario

Vi è altresì chi ritiene che i doveri fiduciari, comunque li si intenda, non rappresentano la soluzione più efficiente e andrebbero eliminati del tutto nel contesto degli investimenti di *venture capital*. Per contro, bisognerebbe imporre agli amministratori il dovere di eseguire gli accordi contrattuali stipulati *ex ante* tra le varie classi di *shareholders*<sup>304</sup>.

Nel momento in cui le parti si accordano per avere propri rappresentanti all'interno del *board*, questi devono essere liberi di perseguire legittimamente gli interessi del socio o dei soci cui devono la loro nomina (c.d. "constituency directors").

---

consentendo ai *directors* nominati da una determinata parte (c.d. constituency directors or sponsors) "to properly advocate for their sponsors".

<sup>301</sup> Si ricorda che attualmente nel Delaware il *duty of loyalty* degli amministratori è un dovere non derogabile all'interno di una *corporation*.

<sup>302</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 1015.

<sup>303</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 1023. L'autore parla a tal proposito di "*balancing approach*", in forza del quale: "*directors would be considered to have violated their fiduciary duty to the corporation and its shareholders if (1) they took steps that favor one group of shareholders over another; and (2) the cost to the disfavored group exceeded the benefit to the favored group.*"

<sup>304</sup> BAIRD, HENDERSON, *Other people's money*, 60 Stanford Law Review, 1309, 2008, p. 1314.

Nel valutare il comportamento dei *directors* non si può ignorare il fatto che i *commons* in fase di negoziazione hanno volontariamente acconsentito a cedere il controllo ai *preferred* (o viceversa). I soci imprenditori hanno prestato il loro consenso rispetto ad un accordo in base al quale se le cose vanno bene tutti i soci si arricchiscono, ma se le cose vanno male, sono i soci investitori ad avere la priorità<sup>305</sup>. Questa volontà contrattuale andrebbe pertanto rispettata, senza che un dovere fiduciario verso la società o verso i suoi azionisti possa ostacolare l'equilibrio raggiunto in fase di negoziazione.

Il contratto di investimento andrebbe rispettato anche qualora l'esecuzione degli accordi assunti *ex ante* comporti l'adozione di decisioni che distruggono *firm value ex post* o che comunque non massimizzano gli interessi degli *shareholders* nel loro insieme<sup>306</sup>. Assegnare *ex ante* ai *venture capitalists* la possibilità di esercitare il controllo, anche nelle circostanze in cui questo significhi *ex post* sacrificare una parte di *firm value*, può dare ai soci fondatori o ai loro *agents* un incentivo ulteriore a comportarsi correttamente e impegnarsi al massimo per evitare un andamento negativo della società<sup>307</sup>. Per contro, nel contesto delle *startups VC financed*, "fiduciary duties restrict free contracting in ways that are plainly inefficient"... "imposing fiduciary duties in this environment, even one that imposed a duty to the corporation as a whole and that came with a generous business judgment rule, is a potential source of mischief"<sup>308</sup>.

## **CAPITOLO 5. I LIMITI NELL'ESECUZIONE DELLE CLAUSOLE DI EXIT DEL CONTRATTO DI INVESTIMENTO. CASELAW**

---

<sup>305</sup> Così BAIRD, HENDERSON, *op.cit.*, p. 1333, secondo cui "The founders and common shareholders agreed that if things went well, they would all get rich, but if things went badly, the investors would come first".

<sup>306</sup> BAIRD, HENDERSON, *op.cit.*, p. 1315-1316.

<sup>307</sup> BAIRD HENDERSON, *op.cit.*, p. 1332.

<sup>308</sup> BAIRD, HENDERSON, *op.cit.*, p. 1333.

Alla luce di quanto stabilito con la decisione Trados, che – come visto – assegna ai *preferred stakeholders* per quanto riguarda i loro diritti particolari unicamente una protezione di tipo contrattuale, si è posto il problema di determinare quale sia lo spazio di discrezionalità del *board* nel decidere se e in che misura dare esecuzione ad un diritto espressamente contenuto nel contratto e quali gli strumenti di tutela esercitabili dai *common shareholders*.

A tal proposito si analizzeranno alcuni casi concernenti l’esercizio del diritto di *redemption*, dopo di che si vedranno i problemi legati all’esercizio del diritto di *drag-along*.

### 5.1. Sul diritto di *redemption*

#### a) **SV Investment Partners, LLC v. Thoughtworks Inc.**<sup>309</sup>

La società Thoughtworks riceve un finanziamento di *venture capital* da parte di SV Investment Partners (SVIP) per un ammontare pari a 26.6 milioni di dollari in cambio di *preferred stock*. L’accordo di investimento prevede che, se SVIP non riuscisse ad uscire dall’investimento nel giro di cinque anni attraverso un IPO o altro tipo di *exit*, essa acquisterà il diritto di far riacquistare dalla società Thoughtworks la sua partecipazione con preferenza, ad un prezzo pari al più alto tra quanto investito e il *fair market value* della partecipazione.

Più precisamente, secondo la clausola di riscatto: il rimborso deve avvenire “out of any funds legally available”; la determinazione dei fondi legalmente disponibili deve effettuarsi utilizzando “the highest amount permissible under applicable law”; in caso di mancanza di fondi, dopo un anno dall’esercizio del diritto, l’obbligo di riacquisto diverrà “continuo”, nel senso che al sorgere di qualsiasi nuova disponibilità di fondi questa dovrà essere diretta al pagamento della *redemption*.

Trascorsi cinque anni senza che venga realizzata un’*exit* dalla società, SVIP richiede il riscatto della sua intera partecipazione per un prezzo pari a 45 milioni. Il

---

<sup>309</sup> SV Investment Partners, LLC v. Thoughtworks Inc., 7 A.3d 973 (2010).

*board* di Thoughtworks si riunisce per determinare i fondi disponibili e, nonostante il *financial advisor* della società avesse affermato la presenza di un valore del patrimonio netto sufficiente per pagare l'opzione, decide di non dare esecuzione alla clausola. Lo stesso avviene per i 4 anni successivi, al termine dei quali SVIP aveva ricevuto in totale solo 4.1 milioni di dollari, mentre l'ammontare del riscatto nello stesso periodo era salito a 67 milioni di dollari. SVIP decide quindi di promuovere la presente azione lamentando che il *board*, pur in presenza di fondi disponibili, non avesse dato esecuzione alla clausola di *redemption* pattuita.

Il giudice inizia la sua valutazione analizzando il significato dell'espressione "fondi legalmente disponibili", e afferma che essa non può essere intesa semplicemente come surplus di bilancio. Anche quando vi è un *surplus*, infatti, una *corporation* non può pagare dividendi o eseguire diritti di *redemptions* se questo può rendere la società insolvente o pregiudicare in altro modo i diritti dei creditori. In ogni caso - afferma la Corte - lo *standard* richiesto per poter contestare la decisione del *board* sul punto è il seguente: "*the plaintiff must prove that in determining the amount of funds legally available, the board acted in bad faith, relied on methods and data that were unreliable, or made a determination so far off the mark as to constitute actual or constructive fraud*".

Stabilito ciò la Corte, considerato impeccabile il procedimento decisionale del *board*, e senza di fatto analizzare il merito della decisione, rigetta la pretesa del *venture capitalist*<sup>310</sup>.

Con il caso Thoughtworks, dunque, in sostanza l'esecuzione di una clausola di *redemption* viene lasciata ad una valutazione discrezionale del *board*, protetta dalla *business judgment rule*<sup>311</sup>.

---

<sup>310</sup> "SVIP failed to prove that the Board ever (i) acted in bad faith in determining whether Thoughtworks had legally available funds, (ii) relied on methods and data that were unreliable, or (iii) made determinations so far off the mark as to constitute actual or constructive fraud".

<sup>311</sup> KORSMO, *op.cit.*, p. 1198. Per un'analisi del caso si veda BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1865 ss., i quali osservano come la Corte non analizzi l'effettiva capacità della società di pagare ma piuttosto se la giustificazione data dal *board* per non pagare sia stata presa in buona fede e sia ragionevole. Non vi è dunque un esame circa la fondatezza della decisione ma si guarda solo alla qualità del processo impiegato per giungere a quella decisione,

Nel modello di statuto fornito dalla NVCA si afferma che, alla luce del caso Thoughtworks, poichè “*it is not clear to what extent a redemption obligation can be given priority over other obligations the board views as more important, consideration should be given to expanding the protective provisions in the case that a redemption is not honored*”.

**b) TCV VI, L.P. v. Trading Screen, Inc.**<sup>312</sup>

Il fondo TCV investe circa 66 milioni nella società Trading Screen in cambio di *preferred stock*.

Secondo il contratto di investimento, dopo cinque anni dall’emissione delle azioni *preferred*, TVC avrebbe potuto richiedere che Trading Screen lo assistesse nel vendere le proprie azioni a condizioni favorevoli. In mancanza di vendita nei successivi 9 mesi, TVC avrebbe potuto chiedere a Trading Screen di riacquistare tutte o una parte delle azioni *preferred* ad un prezzo pari al *fair market value* delle partecipazioni determinato in buona fede tra le parti<sup>313</sup>. In mancanza di accordo, il *fair market value* dovrà essere determinato da un *financial advisor* indipendente. Se

---

evitando così di entrare nel merito della questione secondo lo schema della *BJR*. Un simile approccio – osservano gli autori – lascia grande discrezionalità al *board* circa l’esecuzione del diritto di *redemption* del socio investitore.

Gli autori a questo punto si chiedono quale sia il limite a questa discrezionalità, e, per esempio, cosa succeda nel caso in cui il *board* abbia liquidità per eseguire il rimborso ma si rifiuti di effettuarlo in quanto una maggiore solidità patrimoniale rafforza la posizione dell’impresa sul mercato. In quest’ottica sorge spontaneo domandarsi anche, per esempio, cosa succeda se per la massimizzazione del valore della società sia meglio reinvestire i soldi in un nuovo *business plan* piuttosto che acquistare azioni proprie. Prevale il dovere fiduciario di massimizzazione del valore della società o il dovere di eseguire il rimborso?

Ma per una diversa lettura del caso ThoughtWorks si veda STRINE, *op.cit.*, p. 2030 ss.

<sup>312</sup> TCV VI, L.P. v. Trading Screen, Inc., Case No. C.A. 10164-VCN (Del Ch. Feb. 26, 2015, redacted March 27, 2015).

<sup>313</sup> È interessante osservare come in questo caso, al contrario del caso precedente e dei casi che seguono, l’ammontare oggetto della *redemption* non sia preventivamente fissato dalle parti, potendo così risultare inferiore rispetto all’ammontare investito a seconda dell’andamento della società.

Trading Screen non dovesse adempiere (“defaults”) al pagamento, l’ammontare dovuto aumenterà ad un tasso di interesse annuo del 13%.

Fallito il tentativo di vendere la partecipazione con preferenza di TVC, quest’ultimo esercita il diritto di *redemption*. Trading Screen nomina quindi un comitato apposito col compito di determinare in che misura fosse possibile effettuare il pagamento della *redemption* senza pregiudicare la capacità della società di continuare ad operare in continuità (“as a going concern”). Secondo le indicazioni del comitato, il *board* di Trading Screen afferma che solo 7.2 milioni sono utilizzabili come fondi legalmente disponibili per il riscatto. A seguito di ciò TCV promuove azione legale contro la società, sostenendo una violazione del contratto sociale per mancato rispetto del diritto di *redemption* e l’applicazione degli interessi del 13% sull’ammontare ancora dovuto.

A differenza del caso precedente, lo statuto di Trading Screen non contiene alcuna clausola che limita l’esecuzione del *redemption right* all’esistenza di “funds legally available”. Nonostante ciò, la Corte osserva che il pagamento può avvenire solo in conformità alla Delaware General Corporation Law (section 160)<sup>314</sup> e al *common law* del Delaware, in base alle quali una *corporation* può riacquistare le proprie azioni solo se il pagamento non ostacola il *going concern* della società e non la rende insolvente. Per operare *as a going concern* – la corte chiarisce – la società deve avere risorse sufficienti per continuare ad operare *for the foreseeable future* senza il rischio di una liquidazione. La valutazione circa la capacità della società di soddisfare questo requisito in ogni caso è coperta dalla *business judgement rule* secondo lo *standard* stabilito in *Thoughtworks*.

Sulla base di ciò la Corte, valutato corretto il procedimento seguito dal *board* per la determinazione dei fondi disponibili, senza giudicare il merito della decisione,

---

<sup>314</sup> “Every corporation may own, and deal in and with, its own shares; except that:

1. When the capital of the corporation is impaired, or would become impaired by the transaction”.

Nella sentenza si precisa che “A repurchase impairs capital if the funds used in the repurchase exceed the amount of the corporation’s ‘surplus,’ defined by 8 Del. C. § 154 to mean the excess of net assets over the par value of the corporation’s issued stock.”

respinge la pretesa di TCV e dichiara che, non essendovi stata alcuna violazione del contratto, TCV non ha diritto al 13 % di interessi sull'ammontare non pagato.

**c) Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corporation**<sup>315</sup>

Nel 2008 un fondo di investimento guidato dalla *venture capital firm* Oak Hill investe 150 milioni nella società ODN Holding Corporation. In cambio dell'investimento Oak Hill riceve *Series A preferred stock* con il diritto di chiedere a ODN di riacquistarle a partire dal 2013 (5 anni dall'investimento) allo stesso prezzo versato per l'investimento più eventuali dividendi non pagati. Nel caso la società non abbia fondi sufficienti per pagare il diritto, si prevede che tutte le future disponibilità della società dovranno essere destinate a tal fine. A questo riguardo, la società si impegna a intraprendere tutte le operazioni che il *board* giudica ragionevoli - in buona fede e nel rispetto del suo dovere fiduciario - in modo da generare fondi sufficienti per soddisfare pienamente il diritto di *redemption*, inclusi l'assunzione di un debito, l'emissione di nuove azioni, la vendita di *asset* della società, un'operazione di fusione<sup>316</sup>.

Nel 2009 Oak Hill diviene il socio di controllo di ODN acquistando *common stock* per un totale di 24 milioni di dollari, aumentando così la propria quota di *equity* nella società dal 41 al 73%. A seguito di questo acquisto, in un primo periodo nulla

---

<sup>315</sup> The Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corporation, Case No. C. A. 12108-VCL (Del. Ch. Apr. 14, 2017).

<sup>316</sup> "...If the funds of the [Company] legally available for redemption of shares of [Preferred Stock] on any Redemption Date are insufficient to redeem the total number of shares of [Preferred Stock] to be redeemed on such date: (i) those funds which are legally available will be used to redeem the maximum possible number of such shares ratably among the holders of such shares . . . , and (ii) the [Company] thereafter shall take all reasonable actions (as determined by the [Company's] Board of Directors in good faith and consistent with its fiduciary duties) to generate, as promptly as practicable, sufficient legally available funds to redeem all outstanding shares of [Preferred Stock], including by way of incurrence of indebtedness, issuance of equity, sale of assets, effecting a [merger or sale of assets] or otherwise . . . At any time thereafter when additional funds of the [Company] are legally available for the redemption of shares of [Preferred Stock] such funds will immediately be used to redeem the balance of the shares which the [Company] has become obliged to redeem..."

cambia nella strategia di gestione di ODN: si continua a cercare di espandere il *business*, reinvestendo il capitale per il suo sviluppo.

A partire dal 2011, tuttavia, la società inizia a cercare una liquidazione: smette di investire nella sua crescita, vende due dei quattro rami della sua attività e accumula - senza reinvestire - la liquidità così ottenuta. Quando nel 2013 Oak Hill esercita il suo diritto di *redemption*, la società utilizza il denaro fino ad allora accumulato per pagare una parte del riscatto (circa 45 milioni), ritenendo che ciò non compromettesse il *going concern* della società e fosse quindi compatibile con il diritto del Delaware.

Dal momento che vi era ancora una parte del riscatto da soddisfare, la società decide di procedere vendendo il suo terzo ramo di attività; effettuando una ristrutturazione con taglio di dipendenti; e, infine, vendendo il cuore dell'attività del suo ramo rimanente. Il ricavato di queste operazioni (circa 40 milioni) viene utilizzato per pagare il riscatto di Oak Hill, così che questo ottiene complessivamente 85 milioni. In precedenza, era stato previsto un bonus per alcuni *officers* della società nel caso essi fossero riusciti a pagare almeno 75 milioni del riscatto.

Le vendite hanno un effetto drammatico sulla capacità di generare cassa della società: nel 2011, prima dei disinvestimenti, ODN registrava 141 milioni di fatturato annuale, nel 2015 dopo i disinvestimenti, il fatturato era pari a soli 11 milioni, con un calo del 92%.

A seguito di ciò uno dei *founders* della società, Frederick Hsu, promuove un'azione contro il *board* di ODN lamentando: a) la violazione della Delaware law per pagamento di un *redemption right* in assenza di *funds legally available*; b) la violazione del *duty of loyalty* da parte del *board* per avere in malafede privilegiato gli interessi di Oak Hill, invece di impegnarsi a massimizzare il valore della società nel lungo periodo per il beneficio finale dei suoi soci nell'insieme.

Quanto al primo punto, la Corte rigetta la domanda, ritenendo che non vi è la prova che i pagamenti abbiano lasciato la società senza risorse sufficienti per operare nell'immediato futuro. Poiché la società ha venduto i principali rami della sua attività, essa ha infatti bisogno di molte meno risorse per operare. La sezione

160 del DGCL richiede che la *corporation* abbia sufficiente surplus per assicurare il *going concern*; nulla è invece richiesto circa il modo attraverso cui la società o i suoi fiduciari ottengano quel *surplus*. Il pagamento degli 85 milioni non costituisce dunque una violazione del DGCL.

Per quanto riguarda il secondo punto, ovvero la violazione del dovere fiduciario del *board*, la Corte accoglie la pretesa del *plaintiff*.

La motivazione muove dall'affermazione che il dovere fiduciario del *board*, nel caso vi siano più classi di *stock*, è dovuto nei confronti dei soci nel loro insieme nella loro qualità di *residual claimants*, senza riguardo ad alcun diritto speciale. Più nello specifico, come stabilito in *Trados*, il *board* non ha alcun obbligo fiduciario nei confronti dei *preferred stockholders* quando è chiamato a considerare il compimento di una *corporate action* che possa attivare o aggirare i diritti contrattuali di questi<sup>317</sup>.

Il dovere della società di adempiere ad una obbligazione contrattuale non esclude l'applicazione del dovere fiduciario rispetto alle decisioni del *board* circa la misura in cui un diritto contrattuale condizionato diventi effettivo; in altri termini, non esclude le decisioni circa "the scope of a contractual obligation".

Chiariti questi principi generali, la Corte - ritenuto che nel caso di specie le transazioni contestate siano state approvate da un *self-interested board* - applica lo *standard of review* dell'*entire fairness*<sup>318</sup>. Nel valutare il *fair dealing* e *fair price* delle operazioni, essa rileva che: la società è improvvisamente passata da un *business plan* orientato al perseguimento di una crescita nel lungo periodo a uno orientato ad

---

<sup>317</sup> La Corte aggiunge che: "A Delaware corporation, by default, has a perpetual existence. Equity capital, by default, is permanent capital. In terms of the standard of conduct, therefore, the fiduciary relationship requires that the directors act prudently, loyally and in good faith to maximize the value of the corporation over the long-term for the benefit of the providers of presumptively permanent equity capital, as warranted for an entity with a presumptively perpetual life in which the residual claimants have locked in their investment... The fact that some holders of shares might be market participants who are eager to sell and would prefer a higher near-term market price does not alter the presumptively long-term fiduciary focus".

<sup>318</sup> Sul punto la Corte nota che, sebbene il *fair dealing* e il *fair price* dell'operazione possano essere esaminati separatamente, "the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and fair price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is of entire fairness".

accumulare *cash* nel breve; le cessioni dei vari rami sono avvenute ad un prezzo nettamente inferiore a quello pagato per l'acquisto degli stessi *asset*<sup>319</sup>; alcune di esse sono state effettuate ancor prima che il diritto di *redemption* fosse stato esercitato; è stata prevista l'assegnazione di un bonus che incentivasse i *directors* a favorire il pagamento della *redemption clause*.

Dall'insieme di questi fatti la Corte ritiene ragionevole concludere che i *directors* abbiano agito per massimizzare gli interessi di Oak Hill invece che il valore della società nel lungo periodo a beneficio di tutti i soci e, così facendo, abbiano compiuto transazioni *unfair* per i *common stockholders*. Alla luce di questa valutazione preliminare, la Corte rifiuta l'istanza di archiviazione ("motion to dismiss") dei *directors* convenuti rispetto alla violazione del dovere fiduciario e consente al *plaintiff* di procedere con la domanda.

#### **d) Frederick Hsu v. Oak Hill Capital Partners<sup>320</sup>**

In questa fase del processo la Corte ribalta le conclusioni raggiunte al *pleading stage*, ritenendo soddisfatta la prova dell'*entire fairness* delle operazioni da parte dei *defendants*, in particolare per quanto riguarda l'elemento del *fair price*. Quest'ultimo - secondo lo *standard* già delineato in *Trados* - richiede che gli *stockholders* ricevano nella transazione contestata un valore sostanzialmente equivalente a quello che la loro partecipazione aveva prima di essa. Ebbene, nel caso di specie, secondo la Corte, il *common stock* sarebbe stato privo di valore a prescindere dall'implementazione della strategia di accumulo di liquidità posta in essere dal *board*: non c'era infatti alcuna acquisizione o opportunità di mercato che

---

<sup>319</sup> In particolare, si rileva che la società ha venduto nel 2012 due delle sue quattro *business lines* per 15.4 milioni, avendone pagati 46.5 nel 2007 per acquistare solo alcuni degli *asset* ivi inclusi; nel 2014 la società ha venduto il cuore dell'ultimo ramo di attività per soli 600.000, avendone pagati 17 milioni nel 2010 per acquistarlo.

<sup>320</sup> *Frederick Hsu v. Oak Hill Capital Partners*, 2020 Del. Ch. LEXIS 173. Si tratta della decisione finale del caso *Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corporation* appena esaminato. La decisione di cui sopra è una semplice ordinanza di diniego della *motion to dismiss* presentata dai *defendants*. Le parti dei due provvedimenti sono diverse perché con la prima ordinanza vengono eliminate alcune delle domande presentate dal *plaintiff* e conseguentemente alcuni convenuti sono esclusi dal prosieguo del processo.

i *directors* avrebbero potuto sfruttare e che avrebbe potuto portare ad un risultato diverso.

Il declino nell'andamento della società, inoltre, secondo la Corte non è stato conseguenza della strategia di accumulo di liquidità perseguita dai *directors* convenuti, ma piuttosto è stato dovuto a turbolenze nell'industria e a una spietata competizione, in particolare da parte di Google. Viste le condizioni del *business* e del mercato, la necessità di vendere i primi due rami di azienda era evidente e il fatto che il prezzo di vendita concordato fosse notevolmente al di sotto di quello di acquisto di alcuni dei loro *assets* era dovuto alla forte diminuzione di valore di questi rami, non alla pressione di liquidare il prima possibile per pagare il *redemption right*.

La vera discussione verte non sulla scelta di vendita dei rami o sul prezzo di vendita di questi ma piuttosto sul mancato reinvestimento del ricavato nell'ultimo ramo rimanente<sup>321</sup>.

Da questo punto di vista la Corte osserva che, se anche la società avesse reinvestito la liquidità accumulata nel ramo rimasto, non sarebbe in ogni caso riuscita a creare valore sufficiente per i detentori di *common stock*. Le probabilità che questo potesse avvenire, infatti, erano simili a quelle di una lotteria: il *board* e il *management team* di ODN non erano tenuti a tentare una scommessa così azzardata. Dal momento che Google era entrato nel mercato di ogni attività del ramo rimanente, è probabile che qualsiasi investimento aggiuntivo sarebbe andato perso. Di conseguenza, la scelta di utilizzare il *cash* accumulato per pagare il diritto di *redemption* di Oak Hill è stata una scelta *value-maxizing*, rappresentando di fatto il migliore uso possibile di quella liquidità. La strategia di *business* del *board*, pertanto, secondo la Corte, non ha arrecato alcun danno ai *common stockholders* che si trovano in una posizione non peggiore di quella in cui sarebbero stati se la società avesse seguito un diverso *course of action*.

---

<sup>321</sup> È interessante sottolineare come la condotta contestata ai *defendants* non sia il pagamento della *redemption* ma le decisioni gestorie che hanno preceduto il pagamento, le quali vengono esaminate secondo lo *standard dell'enhanced scrutiny*, senza applicazione della *BJR*.

Non va dimenticato, inoltre, che il socio Oak Hill, oltre a essere detentore di *preferred stock* con diritto di *redemption*, era anche detentore di *common stock*. Esso aveva dunque incentivi in linea con la massimizzazione del valore del *common stock*, in quanto sarebbe stato il primo a trarre beneficio da un reinvestimento della liquidità e da una generazione di valore. Oak Hill aveva altresì interesse a dimostrare agli investitori del fondo che i soldi spesi nell'acquistare *common stock* nel 2009 non erano stati buttati. In maniera del tutto ragionevole, dunque, finché le previsioni finanziarie contemplavano la possibilità di generare un valore futuro per il *common stock*, questo è stato l'indirizzo strategico seguito dal *management* di ODN; quando le condizioni sono cambiate, è cambiata anche la strategia di gestione della società.

In forza di tutti questi fattori, dunque, la Corte afferma che la condotta dei *defendants* è da considerarsi *entirely fair*<sup>322</sup>.

In sostanza dunque, con il caso in oggetto, la Corte, impiegando lo stesso *standard* di valutazione adottato in Trados, valuta che non vi è stata alcuna violazione del dovere fiduciario da parte del *board* in quanto le condotte poste in essere hanno lasciato i *common shareholders* in una condizione non peggiore di quella che si sarebbe verificata nel caso in cui fossero state prese decisioni di gestione alternative. Per questa ragione, nel caso di specie l'esecuzione del diritto di *redemption* a favore dei *preferred shareholders* da parte di un *board* di fatto dominato dai *preferred* risulta *fair*.

## 5.2. Sul diritto di *drag-along*

---

<sup>322</sup> “The defendants proved that it was not a fiduciary wrong to accumulate cash so it would be available to redeem the Preferred Stock when Oak Hill exercised the Redemption Right. With the benefit of hindsight, the defendants proved that this was the best use of the Company's cash. It is more likely than not that other alternatives would have been value destroying. It is highly unlikely that any other uses could have generated enough value to exceed the Preferred Stock's liquidation preference. The strategy thus inflicted no harm on the common stockholders, who are in at least as good a position now as they would have been if the Company had followed a different course. In other words, the defendants' actions were entirely fair”.

Come visto, nei contratti di *venture* il diritto di *drag-along* è assegnato al *venture capitalist* non solo nel caso di un'operazione di acquisto delle partecipazioni da parte di un terzo (operazione che non richiede una approvazione da parte del *board* della società *target*); ma anche in relazione ad altre transazioni, quali fusioni, cessione di asset aziendali, cessione di azienda ecc., (operazioni che richiedono sia il consenso del *board* sia talvolta quello dell'assemblea dei soci). In quest'ultimo caso, il diritto di *drag-along* obbliga i soci trascinati a votare a favore della transazione rispetto alla quale il diritto di trascinamento viene esercitato.

Rispetto a questo tipo di clausole sono stati sollevati due diversi interrogativi.

Il primo riguarda la rinunciabilità *ex ante* del diritto di recesso (*right of appraisal*) da parte dei *common shareholders* che si impegnano ad eseguire la co-vendita votando a favore dell'operazione. Secondo il diritto del Delaware il diritto di *appraisal* spetta a coloro che non hanno né votato a favore dell'operazione di fusione, né espresso un consenso scritto in tal senso<sup>323</sup>. L'interrogativo è allora se i *common shareholders*, sottoscrivendo una clausola di *drag-along* in forza della quale si impegnano a votare a favore di un'operazione di fusione che venga approvata dal *board*, possano in questo modo validamente rinunciare *ex ante* al proprio diritto di recesso.

La seconda questione che si è posta è se la previsione di un diritto di *drag-along* a favore del *venture capitalist* possa nondimeno lasciare aperta la possibilità che il *board* che abbia dato esecuzione all'operazione possa essere chiamato a rispondere per violazione del *duty of loyalty*, in caso di una transazione che sia contraria alla massimizzazione del valore della società e dei suoi *common*

---

<sup>323</sup> Il diritto di *appraisal* è previsto dalla sezione 262 del DGCL in caso di fusione: "Any stockholder of a corporation of this State who holds shares of stock on the date of the making of a demand pursuant to subsection (d) . . . who continuously holds such shares through the effective date of the merger . . . and who has neither voted in favor of the merger or consolidation nor consented thereto in writing... shall be entitled to an appraisal by the Court of Chancery of the fair value of the stockholder's shares". La stessa sezione 262 esclude però il diritto di *appraisal* in presenza di particolari circostanze puntualmente elencate.

*shareholders*<sup>324</sup>. Sotto questo profilo, nel modello di *voting agreement* dell'NVCA si fa presente che, a seguito del caso Trados, l'inserimento del *board of directors* tra i soggetti la cui approvazione è necessaria per l'attivazione della clausola di *drag-along* può presentare dei rischi. La decisione della Corte, infatti - si dice - espone a potenziale responsabilità i *directors* che approvino ed eseguano una vendita (o altra transazione) il cui prezzo sia inferiore alla *liquidation preference* degli investitori e da cui, pertanto, non derivi alcun introito per i *commons*.

I casi che seguono mostrano la posizione delle Corti del Delaware rispetto a questi interrogativi.

**a) Halpin v. Riverstone National Inc.**<sup>325</sup>

Una minoranza di *common shareholders* della società Riverstone National Inc. chiede alla Corte l'esecuzione del loro diritto di *appraisal* a seguito della approvazione - da parte dell'azionista di controllo detenente il 91% delle partecipazioni - di un'operazione di fusione della società.

Riverstone si difende rilevando che gli azionisti di minoranza avevano firmato un accordo ("stockholders agreement") contenente un patto di *drag-along*, in base al quale i *minority shareholders* - in caso di una proposta da parte della maggioranza dei soci di una "change-in-control transaction" - si impegnavano a offrire le proprie azioni (*participation right*) ovvero a votare a favore della stessa (*voting right*)<sup>326</sup>, in questo modo rinunciando *ex ante* al loro diritto di *appraisal*.

---

<sup>324</sup> BRATTON, WATCHER, *op.cit.*, p. 1891. Gli autori sembrano propendere per una risposta affermativa e affermano infatti che "*Trados made drag-along rights intrinsically inefficient*". Nello stesso senso sembrano orientati anche WEISS, *op.cit.*, p. 25; WOLTERS, *Delaware Law for Venture-Backed Companies: 2017 year in review*, disponibile su: [https://www.morrisnichols.com/assets/htmldocuments/BylinedArticles/2018\\_DelawareLawforVentureBackedCompanies2017YearinReview\\_January2018.pdf](https://www.morrisnichols.com/assets/htmldocuments/BylinedArticles/2018_DelawareLawforVentureBackedCompanies2017YearinReview_January2018.pdf).

<sup>325</sup> Halpin v. Riverstone National Inc. 2015 Del. Ch.

<sup>326</sup> "*If at any time any stockholder of the Company, or group of stockholders, owning a majority or more of the voting capital stock proposes to enter into any [Change- in-Control Transaction], the Company may require the Minority Stockholders to participate in such Change-in-Control Transaction with respect to all or such number of the Minority Stockholders' Shares as the Company may specify in its discretion, by giving the Minority Stockholders written notice thereof at least ten days in advance of the date of the transaction or the date that tender is*

I *common shareholders (plaintiffs)* adducono varie argomentazioni per confutare la difesa avversaria.

In primo luogo, essi sostengono che i soci di una società non possono validamente rinunciare *ex ante* ad esercitare il diritto di *appraisal* in relazione ad una operazione, la cui *consideration* non è ancora stata stabilita. Il riconoscimento di un diritto di *appraisal* in corrispondenza di una fusione, infatti, in quanto oggetto di una previsione inderogabile del diritto del Delaware, non sarebbe rinunciabile *ex ante*.

In secondo luogo, anche se la clausola in questione dovesse considerarsi valida, Riverstone non potrebbe invocarla, in quanto essa potrebbe applicarsi solo in relazione a transazioni che non sono ancora state approvate. Nel caso di specie, invece, Riverstone pretende di azionare il diritto di *drag-along*, chiedendo ai soci di minoranza di esprimere il proprio consenso a favore della fusione, dopo che questa era già stata approvata a maggioranza grazie al *written consent* del socio di controllo.

La società risponde negando che la previsione di un diritto di *appraisal* rappresenti una disposizione inderogabile del diritto del Delaware. Essa sostiene inoltre che, al di là di possibili *technical deficiencies*, l'unico motivo sottostante l'accordo delle parti era la rinuncia al diritto di *appraisal* da parte degli azionisti di minoranza. Al momento dell'accordo, infatti, l'azionista di controllo deteneva già il 91% della società, per cui non aveva bisogno dell'appoggio della minoranza per approvare alcuna transazione: l'unico suo vero interesse era evitare che la minoranza potesse chiedere la determinazione del *fair value* delle proprie azioni. La

---

*required, as the case may be. Upon receipt of such notice, the Minority Stockholders shall tender the specified number of Shares, at the same price and upon the same terms and conditions applicable to the Transferring Stockholders in the transaction"* (The Participation right).

*"In addition, if at any time the Company and/or any Transferring Stockholders propose to enter into any such Change-in-Control Transaction, the Company may require the Minority Stockholders to vote in favor of such transaction, where approval of the shareholders is required by law or otherwise sought, by giving the Minority Stockholders notice thereof within the time prescribed by law and the Company's Certificate of Incorporation and By-Laws for giving notice of a meeting of shareholders called for the purpose of approving such transaction" (the "Voting Right").*

richiesta di *appraisal* dei *plaintiffs* sarebbe dunque contraria al principio di “good faith and fair dealing”.

La Corte non affronta espressamente la prima questione, ovvero la legittimità di una rinuncia *ex ante* del diritto di *appraisal* ma osserva in generale che qualsiasi “*contractual waiver of statutory right, where permitted, is effective only to the extent clearly set forth in the parties’ contract*”. Nel caso di specie, la clausola di *drag-along* che definisce queste azioni è alquanto chiara nello stabilire che la società può forzare il voto degli azionisti di minoranza, costringendoli a votare a favore dell’operazione e a rinunciare al diritto di *appraisal*, solo se l’operazione non è ancora stata portata a termine. Se le parti avessero voluto applicare la clausola anche nel caso di transazione già approvata dalla maggioranza, avrebbero dovuto specificarlo nel contratto. Non essendo questo il caso, la Corte conclude che i *minority shareholders* hanno diritto di chiedere il *fair value* della loro partecipazione.

#### **b) Manti Holdings LLC v. Authentix Acquisition Co.**<sup>327</sup>

Nel 2017 la Authentix Acquisition Company approva una fusione con il voto favorevole dell’azionista di maggioranza. Il ricavato della fusione, in virtù delle preferenze e dei privilegi previsti per ogni classe di azioni, sarebbe spettato quasi integralmente ai *preferred shareholders*, per cui poco o niente sarebbe spettato ai *common shareholders*.

A seguito dell’approvazione, l’operazione viene notificata all’azionista ordinario di minoranza, Manti Holdings, con l’invito a rinunciare espressamente al proprio diritto di *appraisal*, secondo quanto previsto da una clausola dello *stockholder’s agreement* da questi sottoscritto (“ the Refrain Obligation”) <sup>328</sup>. L’azionista di minoranza, tuttavia, si rifiuta di fare quanto richiesto, e decide di agire in giudizio

---

<sup>327</sup> Manti Holdings, LLC v. Authentix Acquisition Co. 2020 Del. Ch. 262 (primo grado) e Manti Holdings, LLC v. Authentix Acquisition Co. 261 A.3d 1199 (2021) (appello).

<sup>328</sup> “*In the event that ... a Company Sale is approved by the Board and ... the Carlyle Majority, each Other Holder shall consent to and raise no objections against such transaction..., and ... [shall] refrain from the exercise of appraisal rights with respect to such transaction*”.

facendo valere il diritto di *appraisal*, chiedendo la determinazione del *fair value* della sua partecipazione.

In primo grado la Chancery Court del Delaware accoglie la *motion to dismiss* presentata dalla società, osservando che i *common shareholders* avevano aderito ad una clausola di *drag-along*, sottoscritta sia dalla società sia da tutti gli altri soci, in base alla quale i *commons* rinunciavano espressamente al diritto di *appraisal* in relazione alla fusione in oggetto.

La decisione viene appellata dai *commons*, i quali chiedono alla Supreme Court di dichiarare la invalidità o ineseguibilità della “Refrain Obligation” per violazione della Sezione 262 del DGCL, che non ammetterebbe una rinuncia *ex ante* del diritto di *appraisal* da parte degli *shareholders*.

La *Supreme Court of Delaware* rigetta la domanda.

In primo luogo, la Corte osserva che l’uso del termine *shall* nella formulazione della sezione 262 del DGCL non è sufficiente ad escludere la derogabilità *ex ante* del diritto di *appraisal*: solo l’utilizzo di espressioni che proibiscono esplicitamente alle parti di modificare un determinato diritto valgono a dimostrare la natura obbligatoria di una certa disposizione; espressioni assenti nella sezione del codice in esame.

In secondo luogo, la Corte afferma che il diritto di *appraisal* è stato introdotto nel diritto del Delaware per consentire ai “dissenting shareholders to seek fair compensation for property taken without consent”<sup>329</sup>. Il fatto che il diritto sia stato creato per garantire agli *shareholders* il diritto individuale di ottenere il *fair value* della propria partecipazione non impedisce agli *stockholders* di “barattare” quel

---

<sup>329</sup> La Corte ricostruisce la *ratio* del diritto di *appraisal* nei termini seguenti: “*Before the Delaware appraisal statute was enacted, no consolidation or merger of corporations could be effected except with the consent of all the stockholders. This unanimity scheme proved unworkable since one or more minority stockholders, if he or they desired to do so, could impede the action of all the other stockholders. Thus, the Delaware General Assembly amended the law to allow the sale of a corporation upon the consent of a majority of its stockholders. Given that a single shareholder could no longer hold up the sale of a company, the General Assembly devised appraisal in service of the notion that the stockholder is entitled to be paid for that which has been taken from him. Appraisal rights therefore allow dissenting stockholders to seek fair compensation for property taken without consent.*”

diritto individuale in cambio di una “*valuable consideration*”, come nel caso di specie. Un divieto generale di rinuncia *ex ante* al diritto di *appraisal*, del resto, metterebbe a rischio l’esecuzione di un qualsiasi diritto di *drag-along*: “*Drag-along rights often require that minority stockholders take actions that are reasonably necessary to close a merger, which would presumably include voting in favor of the merger or providing written consent*”.

Infine, la Corte osserva che nel caso di specie l’obbligazione di astenersi dall’esercizio del diritto di *appraisal* è stata assunta volontariamente e liberamente da soci “capable” e “informed” in cambio dell’ottenimento di un notevole finanziamento. Benché al momento della rinuncia al diritto i *commons* non conoscessero i dettagli dell’operazione in relazione alla quale acconsentivano alla rinuncia, essi potevano facilmente immaginare le circostanze in cui la “Refrain Obligation” sarebbe stata invocata, ovvero una operazione di fusione che assegnasse ai *commons* una *unfair compensation*. Si è trattato, dunque, di una rinuncia consapevole, rispetto alla quale non vi è ragione di proteggere a posteriori i *commons* consentendo loro di sfuggire ad un cattivo affare cui hanno volontariamente aderito.

Alla luce di ciò, la Corte afferma che la sezione 262 del DGCL non vieta ad azionisti sofisticati e informati, rappresentati da un legale e aventi potere negoziale, di rinunciare al proprio diritto di recesso in cambio di qualcos’altro (a titolo oneroso)<sup>330</sup>. Il fatto che la deroga al diritto di *appraisal* sia valida nel caso di specie, tuttavia – viene precisato – non significa che tutte le rinunce *ex ante* al diritto di recesso siano validamente eseguibili. Al contrario, vi sono altri contesti in cui ciò non è possibile per ragioni di ordine pubblico<sup>331</sup>.

---

<sup>330</sup> La Sezione 262 del DGCL “*does not prohibit sophisticated and informed stockholders, who were represented by counsel and had bargaining power, from voluntarily agreeing to waive their appraisal rights in exchange for valuable consideration*”.

<sup>331</sup> Quanto detto “*does not mean that all ex ante waivers of appraisal rights are enforceable... To the contrary, there are other contexts where an ex ante waiver of appraisal rights would be unenforceable for publicly policy reasons*”.

La sentenza contiene anche una *dissenting opinion* ove si afferma, per contro, che la previsione di un diritto di *appraisal* è una delle disposizioni inderogabili del DGCL. Secondo il Giudice dissenziente si tratta, infatti, di un diritto riconosciuto al fine di compensare gli azionisti per la perdita di un diritto di veto o del potere di bloccare una transazione che avvenga ad un prezzo iniquo<sup>332</sup>. Pertanto, esso va considerato un diritto fondamentale al fine di mantenere quel delicato equilibrio tra potere e controlli e tra i vari partecipanti alla società<sup>333</sup>, non potendo essere derogato. In ogni caso, una rinuncia al diritto di *appraisal* non potrebbe mai essere contenuta in uno *stockholder agreement* ma trattandosi di una clausola che attiene “to the heart of corporate governance” andrebbe inserita nel “corporate charter”, al contrario di quanto avvenuto nel caso di specie.

**c) Manti Holdings, LLC v. Carlyle Grp. Inc.**<sup>334</sup>

Manti Holdings, l'azionista di minoranza della società Authentix, oltre alla richiesta di *appraisal* esaminata sopra, promuove un'azione di responsabilità nei confronti del *board* della società e del suo azionista di controllo Carlyle Group Inc. per violazione dei doveri fiduciari in relazione all'approvazione della fusione del 2017. Di seguito i fatti che hanno portato a questa azione.

Nell'ottobre 2015 il *board* di Authentix inizia a cercare un'opportunità di *sale* della società.

Per l'intera durata del processo di disinvestimento il *board* della società è composto da: tre *directors* nominati dall'azionista di maggioranza detentore di *preferred e common shares*, Carlyle; un *director* nominato dall'azionista di minoranza Manti, e un *director* nominato da un altro azionista titolare di *preferred e common stock*. In base alle preferenze liquidatorie previste nello statuto della società, i primi

---

<sup>332</sup> Il diritto è previsto al fine di “*compensate stockholders for the loss of a veto or blocking power over a transaction, and a check on the power to effectuate certain qualifying corporate transactions at an unfair price*”.

<sup>333</sup> Il diritto di recesso è “*central to maintaining that delicate balance of power and checks and balances among the corporation's constituencies*”.

<sup>334</sup> Manti Holdings, LLC v. Carlyle Grp. Inc. 2022 Del. Ch. LEXIS 128.

70 milioni di qualsiasi *sale consideration* sarebbero andati ai titolari di *preferred stock*, mentre i *common shareholders* avrebbero partecipato alla distribuzione del ricavato solo una volta superata tale cifra. Il contratto di *employment* di uno dei *directors* nominati dal socio di controllo, inoltre, prevedeva la corresponsione ad esso di un bonus pari ad una percentuale della *sale consideration*, nel caso questa fosse compresa tra i 50 e gli 80 milioni.

Authentix chiede ad alcune banche di investimento di valutare la propria situazione finanziaria al fine di stabilire un potenziale prezzo di fusione della società. Dalle valutazioni delle banche emerge che la società potrebbe ottenere un prezzo di circa 200 milioni o superiore, ma che uno degli ostacoli nell'ottenimento di un tale valore consiste nella "customer concentration" di Authentix. All'inizio del processo di fusione, infatti, alcuni clienti chiave di Authentix avevano avanzato dei dubbi circa il rinnovo dei loro contratti con la società.

Authentix riceve diverse proposte di fusione, ma nessuna incontra il favore dell'amministratore nominato dal socio di minoranza, Barberito, il quale chiede al *board* di temporeggiare e provare a sollecitare altre parti ad avanzare un'offerta migliore. Il *board* acconsente ad aspettare, imponendo però una *deadline* di una sola settimana come limite per la presentazione di nuove offerte. A giustificazione di ciò, uno dei *directors* nominati dal socio di maggioranza, spiega a Barberito che egli "*was under pressure to sell Authentix because it was one of the last investments still open in the applicable fund, and it was time for Carlyle (il socio di maggioranza) to monetize and close that fund so the money could be returned to investors.*"

Nonostante lo stretto limite temporale, Authentix riceve una nuova offerta di fusione per il prezzo di 105 milioni, poi salito a 107. A seguito di un ulteriore *meeting*, tuttavia, l'offerente ritira l'offerta, raccomandando un nuovo offerente, Blue Water Energy. Nel giugno 2017 Blue Water Energy presenta un'offerta pari a 77.5 milioni, più ulteriori 27.5 milioni condizionati al raggiungimento di determinati parametri finanziari da parte della società e al pagamento di un credito da parte di un cliente.

Davanti a questa situazione, Barberito chiede al *board* di rinunciare alla fusione. In risposta a ciò gli altri membri del *board* smettono di aggiornarlo sugli sviluppi

dell'operazione. Poco dopo tre dei più importanti clienti di Authentix annunciano il rinnovo del proprio contratto con la società. Nonostante questa circostanza, il *board* decide di proseguire con la transazione. Barberito scrive una lettera al *board* in cui chiede il posticipo della *sale* di almeno un anno, in modo che il prezzo di mercato possa riflettere la nuova condizione di Authentix alla luce dei rinnovi contrattuali; Barberito fa notare inoltre che, con l'offerta di Blue Energy, "*common stockholder's equity is wiped out completely*".

Il giorno successivo il *board* approva la fusione con il solo voto contrario di Barberito. Carlyle, il socio di controllo, esprime il proprio consenso scritto verso l'operazione.

In virtù del diritto di *drag-along* contenuto nello *stockholder agreement*, l'operazione non viene sottoposta al voto degli *shareholders*. In base all'accordo, infatti, nel caso di approvazione di una "Company Sale" da parte del *board* e di una maggioranza dei soci, gli altri *shareholders* si erano impegnati: ad acconsentire all'operazione senza sollevare alcuna obiezione; a votare in favore della stessa ove richiesto; e ad astenersi dall'esercitare il diritto di *appraisal* in relazione alla suddetta transazione.

Alla luce di questi fatti, Manti decide di promuovere un'azione di responsabilità contro i *directors* e l'azionista di controllo, Carlyle. I *defendants* presentano una *motion to dismiss*, negando che vi sia stata una violazione del dovere fiduciario<sup>335</sup>.

La Corte nella sua analisi rileva *in primis* che, trattandosi di un'operazione approvata da un *board* non indipendente né disinteressato, lo *standard* appropriato per valutare l'operato dei *directors* è *l'entire fairness standard*.

---

<sup>335</sup> I *defendants* sollevano anche un'eccezione preliminare che la Corte rigetta con separato provvedimento (Manti Holdings, LLC v. Carlyle Grp. Inc. 2022 Del. Ch. LEXIS 36). In particolare, essi sostengono che lo *stockholder agreement* contenesse una rinuncia da parte dei *plaintiffs* all'esercizio di un'azione di responsabilità nei confronti dei *directors* in relazione all'avvenuta operazione. In base all'accordo, infatti, gli *shareholders* si erano impegnati a "*consent to and raise no objections against such transaction*". La Corte rigetta questa eccezione preliminare, rilevando che il linguaggio della clausola non è sufficientemente esplicito per essere interpretato come rinuncia al dovere fiduciario del *board*: "*to my mind, the "no objection" language is not sufficient to evince a knowing waiver of fiduciary rights, to the extent such would be enforceable*".

Per quanto riguarda il socio di controllo, la Corte ritiene verosimile che egli si trovasse in conflitto rispetto alla transazione in quanto: Carlyle aveva ricevuto grazie ad essa un ammontare superiore rispetto agli altri *shareholders* in virtù delle sue preferenze liquidatorie; l'unico membro del *board* dissenziente era stato escluso dalla decisione; Carlyle aveva interesse a concludere con estrema urgenza la fusione per soddisfare gli investitori del suo fondo<sup>336</sup>. In particolare, secondo la Corte, l'interesse di Carlyle a chiudere la fusione nel giro di breve tempo rappresentava l'ingiusto beneficio da questi ottenuto e non condiviso con gli altri soci<sup>337</sup>; beneficio da cui emerge il conflitto di interessi insito nella decisione.

Stabilito che si trattasse di una *conflicted transaction*, la Corte rileva la presenza di fatti sufficienti a dimostrare che la *sale* non sia stata il prodotto di *fair dealing* e *fair price*. E invero, sebbene per gran parte del processo di *sale*, il valore della società risultasse basso per via dell'incertezza sul rinnovo di alcuni accordi contrattuali, quando tali incertezze sono state eliminate, i termini dell'accordo non sono stati rivisti. Risulta pertanto credibile che la fusione non abbia massimizzato il valore ragionevolmente ottenibile dagli *stockholders*, ma abbia piuttosto accontentato il socio di controllo che desiderava una "immediate sale at an unfair price".

La Corte conclude quindi che vi siano elementi sufficienti a sostegno della violazione dei doveri fiduciari da parte dei convenuti (sia dei *directors*, che del socio di controllo) per cui rigetta la *motion to dismiss* da questi presentata<sup>338</sup>.

Nonostante si tratti di una pronuncia non definitiva, relativa al solo *pleading stage*, è interessante rilevare che il socio di minoranza presenta una "breach of

---

<sup>336</sup> Secondo la Corte l'azionista di controllo si trova in conflitto rispetto ad una transazione "when it (i) "receives greater monetary consideration for its shares than the minority stockholders," (ii) "takes a different form of consideration than the minority stockholders," or (iii) extracts "something uniquely valuable to the controller, even if the controller nominally receives the same consideration as all other stockholders".

<sup>337</sup> "Carlyle derived a unique benefit from the timing of the Sale not shared with other common stockholders, rendering it conflicted". Per contro, gli stessi *plaintiffs* "do not dispute that Carlyle received the same consideration for its common shares as the other common stockholders."

<sup>338</sup> Si tratta di una decisione non conclusiva della vicenda: la Court of Chancery dovrà infatti decidere in via definitiva la questione.

fiduciary duty claim” in relazione alla fusione, non solo nei confronti del *board of directors* di Authentix, ma anche nei confronti del socio di controllo della società, che ha prestato il proprio consenso alla stessa.

Nel diritto americano, infatti, anche il socio di controllo ha un dovere fiduciario che gli impone di agire nel miglior interesse della società e dei suoi soci, anziché nel suo interesse personale<sup>339</sup>. E invero, “because a *controlling stockholder occupies a uniquely advantageous position for extracting differential benefits from the corporation at the expense of minority stockholders, our law has long recognized that it is right to impose upon the controller the fiduciary duty of loyalty and good faith running to the corporation and its other stockholders*”<sup>340</sup>.

La pronuncia appare particolarmente rilevante per la questione posta all’inizio di questo paragrafo, ovvero la individuazione dei limiti entro cui una clausola di *drag-along* può essere legittimamente eseguita dal *board*. Da essa, infatti, sembra potersi desumere che la stipulazione di una clausola di *drag-along* tra le parti in relazione al compimento di un’operazione di fusione non fa venire meno il dovere

---

<sup>339</sup> “Under Delaware law, stockholders typically do not owe fiduciary duties. However, because a controlling stockholder effectively controls the company, a controlling stockholder assumes fiduciary duties similar to those of a director on the board. The most notable of the fiduciary duties imposed on controlling stockholders is the duty of loyalty. A duty of loyalty requires a controlling stockholder acts in the best interests of the company and its stockholders, not in the controlling stockholder’s self-interest to the detriment of the company or other stockholders”. Così AA.VV, *Controller confusion: realigning controlling stockholders and controlled boards*, in 133 Harvard Law Rev. 1706 (2020), disponibile su: <https://harvardlawreview.org/print/vol-133/controller-confusion-realigning-controlling-stockholders-and-controlled-boards/>.

<sup>340</sup> In re Viacom Inc. Stockholders Litigation 2020 Del. Ch. LEXIS 373. Sul punto si veda anche In re Straight Path Communs. Inc. 2018 Del. Ch. LEXIS 202: “A controlling stockholder owes fiduciary duties to the corporation and its minority stockholders, and it is prohibited from exercising corporate power... so as to advantage itself while disadvantaging the corporation. While a controlling stockholder is entitled to act in its own self-interest, that right must yield . . . when a corporate decision implicates a controller’s duty of loyalty. For example, a controlling stockholder may control and vote its shares in its own interest, but it must do so in accordance with any fiduciary duty owed to other stockholders. Delaware law imposes fiduciary duties on controllers because they are able to exert their will over the enterprise in the manner of the board itself. The purpose of controlling stockholder liability is to make sure that controlling stockholders do not use their control to reap improper gains [at the expense of the minority] through unfair self dealing or other disloyal acts”.

fiduciario né del *board* né del socio di controllo nei confronti della società e dei suoi soci. L'esecuzione di una clausola di trascinamento, dunque, non esime *directors* e *controlling shareholder* da una possibile responsabilità fiduciaria nel caso di transazione contraria agli interessi della società.

## CAPITOLO 6. ALTRI PROBLEMI

### 6.1. La *governance* delle *startup*

#### a) I limiti del tradizionale *agency cost model*. Regole speciali per le *startup*?

È stato osservato che l'elevato numero di fallimenti tra le *startups* innovative *VC financed* sia spiegabile, almeno in parte, da carenze a livello di *governance* prodotte dai contratti di *venture capital*<sup>341</sup>.

Alcuni ritengono, infatti, che nessuna delle soluzioni menzionate finora (sanzioni reputazionali, presenza di amministratori indipendenti e dovere fiduciario verso i *commons*) sia sufficientemente efficace per la eliminazione degli opportunismi gestionali di imprenditori e investitori. È stata pertanto sollevata l'esigenza di applicare alle *startups* innovative delle regole speciali che tengano conto della peculiarità del contesto di mercato e di *business* in oggetto, nonché la particolare natura della relazione tra imprenditori e *venture capitalists* e i rischi affrontati dalle parti<sup>342</sup>.

Sotto quest'ultimo profilo, *in primis* si è messo in luce come le *startup VC-financed* presentino una struttura di *governance* particolarmente singolare<sup>343</sup>, che non è "catturata" dalle tradizionali teorie di *corporate governance*<sup>344</sup>. Queste ultime, infatti, considerano la *corporation* in termini statici, individuandovi un solo problema di *agency*, verticale o orizzontale, e presente per tutta la vita della società: nel caso di *public corporation* il conflitto tra *shareholders* e *managers*; nel caso di società chiuse

---

<sup>341</sup> UTSET, *op.cit.*, p. 71.

<sup>342</sup> UTSET, *op.cit.*, p. 93.

<sup>343</sup> FRIED, GANOR, *op.cit.*, p. 1025.

<sup>344</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 176; nello stesso senso FAN, *op.cit.*, p. 4 dell'estratto.

quello tra *controlling shareholder* e *minority shareholders*<sup>345</sup>. Gli *shareholders*, inoltre, vengono considerati come titolari di interessi omogenei, mentre gli interessi dei dipendenti non vengono considerati.

Questo approccio - si è osservato - mal si adatta alle *startup VC financed* in cui tutti i partecipanti (fondatori, amministratori esecutivi, investitori e dipendenti) svolgono un ruolo nella *governance*; i loro interessi sono estremamente eterogenei; gli incarichi da ciascuno ricoperti sono diversi e in continua evoluzione<sup>346</sup>. Le tensioni a livello di *governance*, inoltre, tendono ad aumentare con la crescita della *startup*, la disposizione di nuovi *round* di finanziamento e il formarsi di una compagine societaria sempre più variegata<sup>347</sup>. Come si è visto, infatti, ad ogni *round* di finanziamento possono entrare nella società nuovi investitori con interessi e termini contrattuali diversi (diverso prezzo di acquisto, diverse preferenze liquidatorie, diversi diritti di controllo, diverso termine di durata del fondo etc.). A seguito di ogni *round* si verificano quindi dei cambiamenti nella struttura di *governance* della società (ad esempio per quanto riguarda le dimensioni e la composizione del *board of directors*); e la partecipazione dei fondatori e degli investitori dei *round* precedenti viene diluita. Oltre a ciò, con l'espansione della società, questa assume via via nuovi dipendenti remunerati con *vesting options* diverse in termini di prezzo e tempistiche di esercizio, incrementandosi così le divergenze di interessi tra gli *shareholders*<sup>348</sup>.

Il tradizionale modello di *agency* non è in grado di tenere conto di questa complessità. Esso individua tipicamente una parte, il *principal*, che si affida all'operato di un altro soggetto, l'*agent*, per amministrare le proprie risorse. Le teorie di *corporate governance* assegnano il ruolo di *principal* agli *shareholders* e il ruolo di *agents* ai *managers*. Nelle *startup VC-financed*, tuttavia, sia investitori che imprenditori detengono tipicamente sia delle partecipazioni nella società sia delle

---

<sup>345</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 159.

<sup>346</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 160.

<sup>347</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 160.

<sup>348</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 160 e 174.

posizioni in seno al *board*, per cui è difficile delineare una chiara linea di demarcazione tra i ruoli di *principal* e di *agent*. In aggiunta a ciò, va considerato che nei contratti di investimento l'imprenditore con un'impresa da finanziare è considerato l'*agent*, mentre l'investitore che fornisce i fondi è il *principal* (nel caso di specie il *venture capitalist* titolare di *equity capital*)<sup>349</sup>. L'imprenditore deve infatti gestire l'impresa utilizzando le risorse finanziarie dell'investitore, che corre il rischio di un non sufficiente impegno o bravura da parte del *founder* o di un utilizzo del finanziamento per ottenere benefici privati<sup>350</sup>. I *venture capitalists* e i soci imprenditori sono, dunque, reciprocamente "agent" e "principal" a seconda delle circostanze e a seconda della fase di vita in cui si trova la *startup*<sup>351</sup>.

Vista l'insufficienza del tradizionale modello di *agency*, diversi autori in dottrina hanno proposto di creare delle regole speciali per le *startups*, modificando o rendendo maggiormente flessibili le regole dei vari tipi societari.

Per esempio, una delle caratteristiche più importanti delle *startups VC financed*, che le distingue dalle altre società chiuse e di cui va dunque tenuto conto nell'elaborazione di una disciplina adeguata, è che esse sono società finalizzate ad essere acquisite da un'altra società o a trasformarsi in società quotate. Le *startups* - si è osservato - sono imprese programmate per lanciare un prodotto, crescere di dimensioni e poi "uscire" (essere vendute) velocemente e profittevolmente. Si tratta di imprese di breve periodo orientate al raggiungimento di un *exit* e la loro esistenza nella forma della *startup* è solo transitoria<sup>352</sup>.

Nonostante ciò, esse oggi si organizzano utilizzando la forma della *corporation*, una struttura organizzativa ideata per supportare investimenti di lungo periodo e non perfettamente rispondente alle esigenze delle parti. Con i contratti di *venture*, le parti cercano di negoziare delle clausole in grado di aggirare gli elementi del

---

<sup>349</sup> KAPLAN, STROMBERG, *Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring*, NBER Working Paper No. w8202, 2001, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=265297>, p. 1 dell'estratto.

<sup>350</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>351</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 19.

<sup>352</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 164.

modello della *corporation* non desiderati, adattandoli ai loro interessi; esse, tuttavia - a causa di diversi limiti legali e di *business* - arrivano a risultati non ottimali<sup>353</sup>. Per quanto le parti possano modificare contrattualmente le caratteristiche di una *corporation*, infatti, questa rimane un'organizzazione volta a mantenere bloccato il capitale versato dai soci al fine del perseguimento di obiettivi di lungo periodo (il c.d. *capital lock-in*) e non può trasformarsi per volere contrattuale delle parti in un'organizzazione, come la *partnership*, che privilegia la libertà dei soci di dissociarsi e chiedere indietro il valore del proprio investimento<sup>354</sup>. Per questo, si è proposto ad esempio di introdurre una specifica forma organizzativa di imprese in cui il "capital lock-in" non sia un elemento obbligatorio del modello ma una caratteristica derogabile dalle parti, ovvero una "*opt-out feature*"<sup>355</sup>.

#### **b) Mancanza di controlli interni adeguati sul *management***

Un altro aspetto inerente la *governance* delle *startup* finanziate da *venture capital* che è stato di recente posto in luce è legato ad una possibile carenza di monitoraggio sul *management* di queste società. I numerosi scandali gestionali verificatisi nell'ultimo periodo all'interno di *startups* di grande successo (Uber, Theranos, WeWork) hanno fatto sorgere dei dubbi circa l'efficacia del ruolo di guida e di *monitoring* che i *venture capitalist* si suppone compiano sulle società in cui investono<sup>356</sup>, mettendo così in crisi il classico modello dei VC come investitori attivamente impegnati nella *governance* della *startup*<sup>357</sup>.

Di recente si è infatti osservato che i VC sono sempre più "founder-friendly", ovvero sempre più accomodanti rispetto alle esigenze dei *founders*<sup>358</sup>. Per esempio, sempre più frequentemente i VC lasciano che i *founders* vendano una parte

---

<sup>353</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 1.

<sup>354</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 33.

<sup>355</sup> WEISS, *op.cit.*, p. 7, propone di creare un nuovo tipo di impresa unicamente per le *startups*: la "*venture corporation*" o "v-corp".

<sup>356</sup> LANGEVOORT, SALE, *Corporate adolescence: why did "we" not work?*, 99 Texas Law Rev. 1345, 2021, p. 1351. Nello stesso senso BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>357</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>358</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

importante della loro partecipazione nel mercato secondario prima che la *startup* sia venduta o venga quotata in borsa, tendenza che suggerisce la volontà dei fondatori di diversificare il rischio<sup>359</sup>. In secondo luogo, assai rari sono diventati i casi di VC che facciano causa ai *founders* o che li critichino pubblicamente, nonostante evidenti episodi di *mala gestio* da parte del *management*. Infine, anche quando la *startup* fallisce, i VCs cercano di venire incontro ai *founders*, ad esempio procurando loro un nuovo lavoro in qualche altra impresa (c.d. “soft landing”)<sup>360</sup>.

Una prima ragione in questo declino nella sorveglianza del *board*, è stata individuata nel fatto che, poiché i *venture capitalists* investono in diverse *startups* e siedono in numerosi *boards*, essi non hanno sufficiente tempo per monitorare con attenzione ciascuna società del portafoglio<sup>361</sup>. Essi si concentrano pertanto solo su alcune *startups*, solitamente quelle considerate più promettenti. Poiché i *venture capitalists*, *general partners* del fondo, ricevono una percentuale sul capitale raccolto (*management fee*), essi hanno un incentivo a raccogliere, e poi investire, più soldi possibili. Più sono le *startup* in cui i soldi vengono investiti, però, minore è il tempo per svolgere l'attività di controllo e di supporto amministrativo che ha sempre caratterizzato questo modello di investimenti.

Una seconda ragione della mancanza di un adeguato monitoraggio da parte dei finanziatori è la crescita del numero delle fonti di capitale privato disponibili.<sup>362</sup> Mentre in passato vi erano troppe *startups* rispetto alle fonti di finanziamento disponibili, oggi si registra un eccesso di capitale rispetto al numero di *startups* considerate promettenti<sup>363</sup>. A seguito di questo aumento di competitività nell'industria VC, l'ultimo decennio è stato caratterizzato - soprattutto nelle *startups*

---

<sup>359</sup> La c.d. “secondary sale” avviene in genere in corrispondenza di uno dei *round* di investimento e richiede la collaborazione del *venture capitalist*: alcuni degli investitori che partecipano al *round* acquistano, oltre ad un certo ammontare di *preferred stock*, una percentuale di *common stock* appartenente ai *founders*, che possono così monetizzare una parte del loro investimento e ridurre il rischio.

<sup>360</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>361</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 203.

<sup>362</sup> LANGEVOORT, SALE, *op.cit.*, p. 1351.

<sup>363</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 205.

con maggiori potenzialità - da un trasferimento di potere dai *venture capitalist* ai fondatori: la presenza di numerose fonti di finanziamento, infatti, limita fortemente il potere contrattuale delle *VC firms* rispetto a quello del fondatore in possesso di una buona idea<sup>364</sup>. In questa situazione gli investitori, nonostante occupino una o più posizioni all'interno del *board*, non hanno incentivo a svolgere un attento monitoraggio<sup>365</sup>. E sempre più raramente essi sostituiscono i *founders* dalla loro posizione di CEOs<sup>366</sup>.

Un'altra conseguenza della maggiore disponibilità di fonti di finanziamento è che le *startups* possono oggi restare private più a lungo, non essendo più necessario ricorrere alla quotazione per ottenere maggiori capitali, con conseguente posticipazione dell'applicazione degli obblighi di *disclosure*. Se la *startup* rimane un'impresa privata più a lungo, però, i *round* di finanziamento aumentano, e con essi il numero degli investitori e i conflitti orizzontali tra loro, e questo può minare la capacità degli investitori di svolgere un effettivo controllo sul *management*<sup>367</sup>.

Non solo: l'ampia disponibilità di capitale vanifica l'effetto disciplinare dello *staged financing*<sup>368</sup>. Anche qualora il socio di *venture capital* decida di non investire ulteriori risorse nella *startup*, vi saranno altri investitori disposti a fornire nuovi finanziamenti. Il socio imprenditore non deve dunque preoccuparsi di perdere l'appoggio del socio di *venture*.

Secondo alcuni autori, un'ulteriore spiegazione circa l'atteggiamento sempre più *founder-friendly* dei VC si troverebbe nell'intento dei VC di persuadere i *founders* ad adottare strategie di *business* ad alto rischio, in modo da incrementare le *chances* della *startup* di raggiungere una crescita esponenziale in breve tempo. Secondo questa impostazione, i *founders* - che in genere investono tutte le loro risorse nella stessa *startup* e non possono diversificare il rischio - sarebbero per natura meno propensi al rischio di quanto vorrebbero i *venture capitalists*, il cui modello di

---

<sup>364</sup> LANGEVOORT, SALE, *op.cit.*, p. 1351 ss.

<sup>365</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 205.

<sup>366</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>367</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>368</sup> POLLMAN, *op.cit.*, p. 186.

*business* li induce invece ad assumere decisioni rischiose (basta che il rischio ripaghi anche una sola volta [*home-run*] perché l'intero portafoglio di investimenti del fondo abbia un ritorno positivo)<sup>369</sup>. Anche la remunerazione tramite *carried interest* dei *venture capitalist* da parte del fondo li rende alquanto propensi al rischio: essi catturano infatti un'importante parte dei profitti derivanti dalle scommesse fortunate, mentre sono indifferenti rispetto agli scenari negativi<sup>370</sup>. I VC, allora, per incrementare la minore attitudine al rischio dei fondatori, stipulerebbero un accordo tacito con essi: se i *founders* perseguono strategie *high-risk*, i VC saranno assai condiscendenti nell'attività di controllo e verso le richieste dei fondatori<sup>371</sup>.

Più in generale, secondo questa tesi, mentre il modello classico degli investimenti di VC dipinge i *venture capitalists* come *directors* responsabili che controllano i *managers*, denunciano il *self-dealing* e creano i giusti incentivi per una migliore *performance* dell'impresa, la verità sarebbe un'altra. I VC oggi si comporterebbero in maniera assai meno encomiabile: essi omettono i controlli, tollerano il *self-dealing* e spingono il *management* a prendere sempre maggiori rischi<sup>372</sup>.

A ciò si aggiunga che i finanziamenti di *venture capital* in *startups* beneficiano di una serie di esenzioni rispetto all'applicazione degli obblighi di *disclosure* richiesti per operare sul mercato regolamentato, il che rende il rischio di episodi di *mala gestio* ancora più pericoloso. Gli scandali verificatisi di recente in numerose *unicorns companies* rappresenterebbero l'effetto di questi problemi<sup>373</sup>.

## 6.2. Altre critiche

---

<sup>369</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>370</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.* La stessa considerazione si trova in CABLE, *A decade of Trados*, cit.

<sup>371</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>372</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>373</sup> Per queste ragioni alcuni autori suggeriscono di introdurre degli obblighi di *disclosure* per le *startups VC-financed*, almeno per quanto riguarda quelle che hanno raggiunto un grande successo (c.d. *unicorns*), ma che ancora non sono quotate sul pubblico mercato.

Oltre ai problemi riguardanti i possibili opportunismi in seno alla *governance* di una *startup*, sono state mosse anche critiche più ampie relative all'industria americana di *venture capital* in generale.

**a) Limitata area delle imprese finanziate in termini geografici e di settore**

Come si è visto, i fondi di *venture capital* sono per natura portati ad investire in società le cui idee possano essere sviluppate e il cui valore possa essere realizzato in breve tempo attraverso un'*exit*<sup>374</sup>. La classica *VC backed company* è una società che ha la potenzialità di raggiungere un tasso di crescita molto alto in un breve lasso di tempo (c.d. *rapidly or fast-growing company*)<sup>375</sup>.

Solo i *business* che rispondono a queste caratteristiche ricevono i finanziamenti desiderati, mentre altre idee innovative, seppure valide, per via del modo in cui è organizzato il modello di affari dei fondi di investimento, non attraggono i capitali dei *venture capital* di cui avrebbero bisogno. Invero, vi è grande varietà nel tempo di maturazione di imprese a seconda dell'industria di appartenenza. Per esempio, nel settore biofarmaceutico una *startup* solitamente richiede molto più tempo per maturare rispetto ad un'impresa che si occupa dello sviluppo di *software*. Il mercato di *venture capital*, tuttavia, risulta idoneo a finanziare solo le imprese innovative con rapido tasso di crescita rientranti in determinati settori, lasciando scoperta un'ampia area di potenziali *business*.

Si è altresì osservato che solo le *startups* con sede in determinate aree geografiche ottengono i finanziamenti dei *venture capitalists*. Questi ultimi, infatti, avendo interesse a monitorare e partecipare attivamente nell'amministrazione delle società del portafoglio, preferiscono investire in società la cui sede fisica è situata ragionevolmente vicino al fondo. Di conseguenza, poiché la maggior parte dei fondi ha sede in Silicon Valley, si calcola che oltre la metà del capitale di questi fondi sia

---

<sup>374</sup> LERNER, NANDA, *op.cit.*, p. 245.

<sup>375</sup> KRUMM, *op.cit.*, p. 11 dell'estratto.

investito in California<sup>376</sup>, mentre i progetti imprenditoriali di *startups* con sede in altri Stati non riescono ad ottenere sufficiente *venture capital funding*.

## **b) Concentrazione nel mercato dell'industria tecnologica**

Una seconda critica al modello di *venture capital* è che esso oggi sta portando ad una sempre maggiore concentrazione del mercato dell'industria tecnologica, con una diminuzione della competizione e un conseguente danno per società e consumatori<sup>377</sup>.

Come si è visto, fin dalle prime fasi di vita di una *startup*, il *venture capitalist* si preoccupa di assicurarsi una via di uscita dall'investimento. Ebbene, si è osservato che, nella maggior parte dei casi, l'*exit* si realizza mediante l'acquisizione della *startup* da parte di un'impresa rappresentante l'operatore dominante del mercato in cui la *startup* mirava a competere. Secondo i dati riportati da alcuni studi, infatti, negli ultimi dieci anni più del 50% del valore delle dieci maggiori acquisizioni di ciascun anno è stato generato dall'acquisizione, da parte dell'impresa dominante sul mercato, di imprese concorrenti (rivali nascenti o potenziali)<sup>378</sup>. Questo avviene per una serie di ragioni.

In primo luogo, le imprese già affermate sul mercato sono nella migliore posizione per individuare le *startups* che potrebbero in futuro minacciare il loro potere di mercato. Una volta individuate queste *startups*, quindi, le imprese dominanti, non volendo correre il rischio che queste possano raggiungere il successo, preferiscono acquisirle prima che esse assumano grandi dimensioni e prima che l'acquisizione abbia un valore tale da attirare l'attenzione delle autorità *antitrust*. Al momento dell'acquisto da parte di un'altra società, infatti, spesso la

---

<sup>376</sup> Oggi la Silicon Valley è il più importante centro mondiale di imprese finanziate da *venture capital*<sup>376</sup>.

<sup>377</sup> La concentrazione del potere di piattaforme tecnologiche come Amazon, Facebook e Google è da molti vista con preoccupazione e sono state proposte soluzioni per ridurre la concentrazione delle imprese nel settore tecnologico.

<sup>378</sup> LEMLEY, MCCREARY, *op.cit.*, p. 11 dell'estratto.

*startup* non detiene una fetta di mercato sufficiente perchè la regolazione *antitrust* la consideri lesiva del benessere dei consumatori<sup>379</sup>.

Il modello di *business* dei fondi di *venture capital* intensifica questo effetto: i fondi sono infatti portati a investire in *startup* che possono attirare l'attenzione degli attuali operatori del mercato perchè sanno che per loro sarà più facile uscire dall'investimento vendendo ad essi la *startup*<sup>380</sup>.

In secondo luogo, anche qualora vi siano più soggetti interessati all'acquisto, solitamente è l'impresa dominante sul mercato che ha i maggiori incentivi all'acquisto perchè è quella che ha più da perdere se non lo fa. L'interesse di altri investitori nei confronti della *startup* non fa altro che incrementare l'importanza per l'impresa dominante di appropriarsi di quell'impresa, cosa che le consentirà non solo di appropriarsi dei futuri profitti della *startup* ma anche di evitare le possibili future perdite dovute alla nascita di un *competitor*<sup>381</sup>. In aggiunta, l'impresa dominante è anche quella che, tra i vari *potential buyers*, ha le maggiori conoscenze e informazioni per valutare la reale potenzialità del *business* e sarà quella disposta a offrire il prezzo più alto<sup>382</sup>.

Oltre agli svantaggi di un mercato tecnologico estremamente concentrato, fatto in sé nocivo per il *social welfare*, accade spesso che l'impresa dominante non sia interessata a sviluppare il *business* della *startup* acquisita e non intenda utilizzare le risorse acquistate.

Un'impresa dominante sul mercato ha verosimilmente meno incentivi nell'implementare nuovi prodotti rispetto ad una *startup*: sostituire il suo prodotto con uno nuovo, infatti, significa sostanzialmente sottrarre clienti a sé stessa e, in assenza di validi *competitors*, non vi è bisogno di essere innovativi per rimanere sul mercato<sup>383</sup>. Di conseguenza, l'idea innovativa della *startup* acquisita spesso non

---

<sup>379</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 201.

<sup>380</sup> LEMLEY, MCCREARY, *op.cit.*, p. 27 dell'estratto.

<sup>381</sup> LEMLEY, MCCREARY, *op.cit.*, p. 29 dell'estratto.

<sup>382</sup> Per esempio, quando Facebook acquisì Instagram, il miliardo di dollari pagato era più del doppio rispetto a quanto altri investitori avevano valutato essere il valore dell'impresa.

<sup>383</sup> LEMLEY, MCCREARY, *op.cit.*, p. 47 dell'estratto.

raggiunge lo sviluppo sperato dagli imprenditori con conseguente detrimento per il benessere generale.

In molti casi l'unico scopo dell'acquisizione è eliminare un possibile concorrente dal mercato, facendo cessare la sua attività quando questi è ancora nella sua fase embrionale. Un'altra ipotesi frequente è che l'acquirente intenda utilizzare gli *asset* della *startup* acquisita non al fine di potenziare il *business* della stessa ma per potenziare la sua attuale attività<sup>384</sup>.

Alcune ricerche empiriche inoltre attestano la minore capacità delle società di grandi dimensioni di sviluppare nuove tecnologie rispetto alle *startups*<sup>385</sup>.

Alla luce di ciò, alcuni autori hanno affermato che il *focus* sulla ricerca di un *exit* da parte dei *venture capitalist*, in particolar modo attraverso un'acquisizione, è patologico perché conduce alla concentrazione del mercato del settore tecnologico e impedisce lo sviluppo di nuove promettenti tecnologie<sup>386</sup>. Occorrerebbe dunque prevedere dei correttivi che evitino o limitino questo meccanismo, ad esempio richiedendo una maggiore attenzione da parte delle autorità Antitrust verso l'acquisizione delle *startup* innovative<sup>387</sup>. La legge dovrebbe incentivare le imprese profittevoli a continuare la loro attività, piuttosto che a cederla alle imprese già presenti sul mercato<sup>388</sup>.

Il *focus* verso l'ottenimento di un grande successo in un orizzonte temporale ristretto e le pressioni di *exit* in prossimità della scadenza del fondo di *venture*, infine,

---

<sup>384</sup> Quando l'acquisto di una *startup* è effettuato allo scopo di impadronirsi del suo capitale umano piuttosto che per ottenere il controllo dei suoi prodotti o idee, si parla di "acqui-hires", termine che rappresenta una crasi delle parole "acquisition" e "hiring" (acquisizione e assunzione di personale).

<sup>385</sup> WANSLEY, *op.cit.*, p. 195. L'autore ipotizza che una delle ragioni possa essere la mancanza di incentivi del personale lavorativo: mentre in una *startup* gli *employees* sono remunerati attraverso *equity-based compensation*, ciò non avviene nelle *large corporations*.

<sup>386</sup> LEMLEY, MCCREARY, *op.cit.*, p. 70 dell'estratto, secondo cui "The goal in starting a new company shouldn't be to see how fast you can cash out and shut it down"... "the concept of starting a company to planning to end it is perverse".

<sup>387</sup> Attualmente la soglia al di sopra della quale scatta l'obbligo di comunicazione di una fusione al fine di un controllo *antitrust* è pari a 200 milioni.

<sup>388</sup> LEMLEY, MCCREARY, *op.cit.*, p. 71 dell'estratto.

sono stati individuati quale possibile ostacolo o minaccia ad una *performance* sostenibile delle *startup VC-financed* orientata al *long-term*<sup>389</sup>.

## PARTE SECONDA IL SISTEMA ITALIANO

### SEZIONE PRIMA LA DESCRIZIONE

SOMMARIO: **PREMESSA.** Il contesto legislativo. La riforma societaria del 2003 e la successiva evoluzione normativa.- **CAPITOLO 1. IL DIVIETO DI PATTO LEONINO E LE OPZIONI DI PUT.** 1.1. Profili generali; 1.2. Il divieto di patto leonino e la sua *ratio*: a) La tesi maggioritaria; b) La tesi minoritaria; 1.3. L'estensione applicativa del divieto. Applicabilità alle società di capitali: a) La tesi della transtipicità del divieto; b) La tesi della nontranstipicità del divieto; c) Conseguenze. La clausola di *put* inserita nello statuto. 1.4. L'estensione applicativa del divieto. Applicabilità ai patti parasociali: a) Applicabilità diretta o indiretta dell'art. 2265 c.c.; b) Applicabilità dell'art. 1322 c.c. c) Strutturale inapplicabilità ai patti parasociali; d)

---

<sup>389</sup> AGUIRRE, *Money or mission: uncovering venture capital barriers to social startup success*, paper presentato al convegno tenutosi a Londra il 22-23 giugno 2023.

Inapplicabilità ai patti parasociali di società di capitali; 1.5. La portata contenutistica del divieto. La sua relativizzazione; 1.6. L'orientamento della giurisprudenza. **CAPITOLO 2. LE AZIONI REDIMIBILI O RISCATTANDE.** 2.1. Profili generali: a) Obbligo di acquisto posto a carico di un socio; b) Obbligo di acquisto posto a carico della società. **CAPITOLO 3. LE CLAUSOLE DI DRAG-ALONG.** 3.1. Profili generali; 3.2. Profili di nullità; 3.3. Condizioni di validità; 3.3.1. Il principio di equa valorizzazione: a) L'assimilazione all'istituto del riscatto; b) I criteri legali di liquidazione e la loro derogabilità; la predeterminazione di un *floor* come valore minimo di vendita; 3.3.2. Il dovere fiduciario del socio trascinate; 3.3.3. L'applicazione della disciplina dei limiti alla circolazione delle azioni; 3.4. I rimedi in caso di violazione del patto di co-vendita. **CAPITOLO 4. ALCUNE PROPOSTE DOTTRINALI.** 4.1. *De iure condito*: a) Il ricorso agli strumenti finanziari partecipativi; b) Una critica generale all'utilizzo di norme imperative e divieti *ex ante*; c) L'adozione di un'interpretazione meno restrittiva delle disposizioni "limitative"; 4.2. *De iure condendo*.

#### **PREMESSA. Il contesto legislativo. La riforma societaria del 2003 e la successiva evoluzione normativa**

Il tessuto imprenditoriale italiano si è sempre caratterizzato per un'elevata esposizione nei confronti del sistema bancario - ancor più accentuata per le piccole e medie imprese - e per un livello di capitalizzazione e patrimonializzazione generalmente basso rispetto al confronto europeo<sup>390</sup>. Allargare il raggio delle fonti di finanziamento idonee a sostenere il fabbisogno delle imprese, realizzando un equo bilanciamento tra capitale di rischio e capitale di debito, è dunque da anni uno degli obiettivi principali del legislatore italiano<sup>391</sup>.

Diversi studi empirici dimostrano che strategie sbilanciate verso un modello "bancocentrico", rispetto al ricorso a strumenti di capitale di rischio, limitano la

---

<sup>390</sup> Secondo il dato riportato da GERVASONI, LANFRANCHI, *Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital*, in *Quaderni di ricerca sull'artigianato*, 2015, p. 274, il debito bancario in Italia rappresenta circa il 65% del totale dei debiti finanziari, contro il 45% della media dell'area euro, e mostra una costante richiesta sul lato della domanda.

<sup>391</sup> GERVASONI, LANFRANCHI, *op.cit.*, p. 273 ss. Lo studio attesta che, secondo le principali statistiche finanziarie, le imprese italiane - e in particolare quelle più piccole e più giovani - non hanno delle valide strategie di finanziamento complementari al sistema bancario.

capacità di crescita delle imprese. Questo dato si rileva essere particolarmente vero quando sono preponderanti la ricerca e l'innovatività nel processo aziendale, le quali rendono necessario un supporto di capitale a medio-lungo termine che consenta di temporeggiare nelle fasi iniziali dell'impresa caratterizzate dall'assenza di utili<sup>392</sup>.

Con specifico riferimento al mercato del *venture capital*, è stato da tempo messo in luce che un adeguato sviluppo di questi investimenti potrebbe fornire alle imprese italiane le risorse necessarie per superare le difficoltà di crescita dimensionale, la ridotta specializzazione in settori ad alto tasso tecnologico e innovativo e l'esigua quotazione<sup>393</sup>. Per contro, si rilevava (e si continua a rilevare) un volume di investimenti di *venture capital* in Italia in rapporto al PIL decisamente inferiore agli altri paesi europei e si individuava uno dei fattori di questo mancato sviluppo nella presenza di una disciplina delle società capitalistiche poco flessibile, inidonea a regolare i rapporti tra *venture capitalist* e imprenditore in maniera efficiente, e incapace di ridurre le asimmetrie informative, gli *agency costs* e i rischi gravanti sul *venture capitalist*<sup>394</sup>.

Alla luce di questo quadro, con la riforma del diritto societario del 2003, il legislatore - al fine di superare il contesto di crisi economica e finanziaria e consentire il rilancio del settore imprenditoriale italiano - ha introdotto diverse novità volte a incrementare la panoramica dei canali di finanziamento a disposizione delle imprese<sup>395</sup>. Per esempio, si è prevista la possibilità per le s.r.l. di

---

<sup>392</sup> GERVASONI, LANFRANCHI, *op.cit.*, p. 274.

<sup>393</sup> SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in Quad. ric. giur. Banca d'Italia, n. 55, 2002, p. 9.

<sup>394</sup> SZEGO, *Il venture capital*, cit., p. 9-13. Tra gli altri fattori di ostacolo allo sviluppo del *venture capital* in Italia l'autrice individua, lo scarso sviluppo del mercato azionario, una normativa fallimentare troppo punitiva nei confronti dell'imprenditore tale da disincentivare l'assunzione di iniziative rischiose, lo scarso peso degli investimenti in ricerca e sviluppo nel nostro paese.

<sup>395</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Rivista ODC*, 2013, p. 537.

emettere titoli di debito (art. 2483 c.c.)<sup>396</sup>; vengono introdotti gli strumenti finanziari partecipativi per le s.p.a.; sono stabiliti limiti più elevati per l'emissione di obbligazioni (art. 2412 c.c.); viene ammessa la possibilità di creare categorie di azioni dotate di diritti diversi; si è concessa alle parti maggiore libertà nello stabilire il contenuto delle azioni (si pensi alla possibilità di emettere azioni senza diritto di voto, azioni postergate nelle perdite o azioni privilegiate negli utili).

Come chiarito dalla Relazione al decreto legislativo 6/2003 (§ 4.2), l'obiettivo perseguito dalla riforma è quello di "ampliare gli strumenti disponibili alle società per attingere a fonti di finanziamento" e di "dare ampio spazio alla creatività degli operatori nell'elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato". L'art. 2, primo comma, lett. a), della legge delega<sup>397</sup>, parimenti, statuisce che la riforma del sistema delle società di capitali è volta a "perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali"<sup>398</sup>.

Nonostante i passi avanti compiuti con la riforma del 2003<sup>399</sup>, la difficoltà delle imprese italiane - e in particolare delle piccole imprese ad alto contenuto tecnologico - nell'accedere a fonti di finanziamento non è venuta meno, rendendo evidente la necessità di ulteriori provvedimenti.

---

<sup>396</sup> La figura ha trovato scarsa applicazione a causa dei limiti posti all'emissione, primo fra tutti la limitazione del mercato primario ai soli "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali", i quali - nel caso di successiva circolazione sul mercato secondario - rispondono della solvenza della società nei confronti dell'acquirente non professionale.

<sup>397</sup> Legge n. 366 del 3 ottobre 2001: "Delega al Governo per la riforma del diritto societario".

<sup>398</sup> Per un'interpretazione tesa a valorizzare il principio in esame, inteso come una «essenziale, se non la metanorma per interpretare il diritto societario in vigore dal 2004» vedi ENRIQUES, *Società per azioni* (ad vocem), in *Enc. dir.*, Annali, X, Milano, 2017, 958 ss.

Diversi autori hanno inoltre sottolineato il ruolo della s.p.a. riformata come peculiare tecnica per l'acquisizione di mezzi finanziari destinati all'impresa. Tra questi vedi, per esempio, ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova 2006, p. 82; FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma. La società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. Comm.*, 2005, I, p. 673 ss.; FERRI, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004, p. 673 ss.

<sup>399</sup> Per un esame degli effetti positivi della riforma vedi SZEGO, *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. Comm.*, 2005, p. 821 ss.

Il ruolo dominante assunto dalle banche nel finanziamento delle piccole e medie imprese mostra in modo ancora più evidente i suoi limiti con la crisi dell'economia globale verificatasi a partire dal 2008, cui ha fatto seguito l'introduzione di nuove regole particolarmente restrittive in tema di patrimonio di vigilanza sulle banche. Di qui la necessità sempre più forte di attivare canali di finanziamento alternativi a quello bancario al fine di promuovere lo sviluppo del nostro sistema economico<sup>400</sup>.

In questa direzione si pone la misura di cui all'art. 32 d.l. n. 83/2012, intitolato "strumenti di finanziamento per le imprese" e avente ad oggetto la facilitazione dell'accesso delle imprese a specifici strumenti quali cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari. In particolare, accanto ad alcune novità sia civilistiche che fiscali, viene estesa la platea dei potenziali emittenti di tali strumenti, prima utilizzabili solo da società quotate. Come si legge nella Relazione illustrativa al disegno di conversione in legge del decreto in oggetto, l'intenzione è quella di "semplificare ed integrare l'attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell'attività di impresa, consentendo in particolare la sollecitazione del mercato monetario e finanziario da parte di emittenti finora esclusi, come le imprese non quotate"<sup>401</sup>.

Accanto allo sviluppo del mercato del "private debt", per rispondere alla crescita pressoché nulla della produttività e ovviare ad un tasso di innovazione e sviluppo estremamente basso dell'economia italiana<sup>402</sup>, al legislatore è apparso necessario intervenire anche su altri fronti, rendendo maggiormente accessibile la raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese, in particolare delle s.r.l., attraverso altri due canali di finanziamento: quello dell'"equity crowdfunding", consistente nella ricerca di sostegno finanziario attraverso l'offerta su una

---

<sup>400</sup> ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, 2023, p. 348.

<sup>401</sup> La riforma è nota con il termine <<minibond>> e introduce novità sia civilistiche che fiscali. Sul punto per un'analisi dettagliata vedi ZANARONE, *op.cit.*, p. 350 ss.; GERVASONI, LANFRANCHI, *op.cit.*, p. 280 ss.

<sup>402</sup> AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Rivista ODC*, 2020, p. 373.

piattaforma *web*; e quello del *private equity* e del *venture capital*<sup>403</sup>. Con il d.l. 179/2012, recante “ulteriori misure urgenti per la crescita del paese”, il legislatore ha introdotto quindi una disciplina speciale dedicata alle c.d. *startup* innovative che si muove in questa direzione<sup>404</sup>.

Le novità più significative introdotte dalla sezione IX del decreto, intitolata “misure per la nascita e lo sviluppo di imprese *startup* innovative”, sono quelle contenute nell’art. 26. Tra queste si segnalano: la possibilità per le s.r.l. di creare categorie di quote con diritti particolari anche in deroga all’art. 2468, commi secondo e terzo, c.c.<sup>405</sup>; la possibilità di vendere le quote sociali al pubblico tramite un’offerta di prodotti finanziari, attraverso la sollecitazione diretta sul mercato dei capitali, in deroga all’art. 2468, comma 1, c.c.<sup>406</sup>; la possibilità di effettuare operazioni sulle proprie quote se in attuazione di un piano di incentivazione, in

---

<sup>403</sup> L’indicazione si trova nel Rapporto “Restart, Italia!”, redatto dalla *Task force* sulle *startup* istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico (2012), che ha preceduto il d.l. 179/2012. Nel Rapporto si fa specifico riferimento alla necessità di incrementare gli investimenti in capitale di rischio nelle imprese innovative e in particolare del *venture capital*, nonché di facilitare il disinvestimento dopo un certo lasso di tempo da queste imprese. Tra le misure di sostegno all’innovazione, nel Rapporto si fa riferimento anche alla necessità di una semplificazione amministrativa e ad una riduzione degli oneri fiscali per le *startup*.

<sup>404</sup> La definizione di *startup* innovative è contenuta nell’art. 25 del d.l. n. 179/12, il quale elenca i criteri identificativi di questa categoria. Peraltro, come si è osservato in dottrina, l’articolo non è per nulla chiaro nel definire il perimetro di applicabilità delle norme in oggetto, vista la vaghezza dei criteri indicati. In questo senso CIAN, *Le startup innovative a responsabilità illimitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *NLCC*, 2014, p. 1179; BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *NLCC*, 2014, p. 109 ss.

<sup>405</sup> Art. 26, comma 2, d.l. 179/2012. Il successivo comma 3 precisa la possibilità di creare categorie di quote che non attribuiscono il diritto di voto, lo attribuiscono in misura non proporzionale alla partecipazione o lo limitano in altro modo anche in deroga all’art. 2479, quinto comma, c.c.

<sup>406</sup> Art. 26, comma 5, d.l. 179/2012. La quota di partecipazione di s.r.l. in questo modo diviene un vero e proprio strumento finanziario, la cui sottoscrizione non sembra più riservata a soggetti professionalmente qualificati. Così BENAZZO, *op.cit.*, p. 119. La possibilità di cui si parla è stata poi estesa inizialmente alle PMI (vedi oltre) e successivamente, per effetto del d.lgs. 30/2023, a tutte le s.r.l.

deroga al divieto di cui all'art. 2474 c.c.<sup>407</sup>; e la possibilità, anche per le s.r.l., di emettere strumenti finanziari partecipativi<sup>408</sup>.

Grazie a queste misure si è così voluto estendere alla *startup* innovativa costituita nella forma di s.r.l. istituti già collaudati nella s.p.a., onde consentire anche nella prima “una diversificazione delle opzioni di investimento” per i soggetti interessati ad entrare nel capitale della medesima, favorendone la crescita<sup>409</sup>. L'obiettivo perseguito è dunque quello di concedere maggiore flessibilità agli investitori nella predisposizione dei contratti di investimento, da un lato lasciando loro maggiore libertà nel determinare il contenuto delle partecipazioni, dall'altro facilitandone il disinvestimento.

L'art. 30 del decreto, invece, ha regolato la raccolta di capitale di rischio tramite portali *online* e introduce la possibilità di ricorrere all'*equity crowdfunding* quale ulteriore modalità per reperire risorse finanziarie<sup>410</sup>.

Con il d.l. 3/2015 e il d.l. 50/2017, come è noto, le novità suddette, ad eccezione della possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi, vengono estese ben oltre il perimetro delle *startup* innovative, fino ad abbracciare tutte le PMI (piccole o medie imprese)<sup>411</sup>. Il legislatore, dunque, ritiene necessario anche per queste imprese facilitare l'accesso a nuove risorse finanziarie.

---

<sup>407</sup> Art. 26, comma 6, d.l. 179/2012, il quale non richiama i limiti di cui all'art. 2357 c.c. Secondo BENAZZO, *op.cit.*, p. 125, i limiti sarebbero però ugualmente applicabili in via estensiva. In senso contrario sembrerebbero porsi AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 427 ss., i quali si oppongono alla applicazione analogica della disciplina della s.p.a. alle s.r.l. interessate dal d.l. in oggetto.

<sup>408</sup> Art. 26, comma 7, d.l. 179/2012.

Le regole fin qui descritte sono ricollegate a uno *status* – quello di *startup* innovativa – destinato a venire meno al più tardi allo scadere del quinto anno dalla costituzione della società, pur potendo la società mantenere le quote e strumenti finanziari già emessi in deroga alla disciplina ordinaria.

<sup>409</sup> Così si esprime la Relazione illustrativa al disegno di conversione in legge del d.l. 179/2012. Sul punto vedi ZANARONE, *op.cit.*, p. 543, 547 e 552.

<sup>410</sup> In relazione al *crowdfunding* vedi anche l'art. 100 *ter* del d.lgs. 58/1998, come modificato dall'art. 1, comma 1 del d.lgs. 30/2023.

<sup>411</sup> Il modificato art. 26 del d.l. 179/2012 non contiene una definizione di PMI, per cui si fa in genere riferimento alla nozione di PMI contenuta nella raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003, alla quale rinvia l'art. 4, primo comma, d.l. 3/2015 a proposito delle PMI innovative. Sul punto si veda SANTONI, BRIOLINI, BUTA,

Le misure legislative più significative adottate con il d.l. 179/2012, come si è visto, si rivolgono principalmente alle s.r.l., trattandosi in gran parte di norme che derogano alla disciplina ordinaria di questo tipo di società. Sembra dunque che il legislatore abbia voluto eleggere la s.r.l. quale tipo societario più appetibile, in grado di fornire al sistema delle imprese medio-piccole gli strumenti più adeguati a favorirne la crescita<sup>412</sup>. La semplificazione e la maggiore flessibilità della nuova disciplina sembrano essere stati accolti con favore dagli imprenditori, che nella stragrande maggioranza dei casi oggi scelgono proprio il modello della società a responsabilità limitata per dare avvio all'attività di impresa<sup>413</sup>.

Nonostante le novità descritte, una parte degli interpreti non ritiene sufficiente lo sforzo del legislatore italiano rispetto al fine perseguito e definisce incompleto il processo di liberalizzazione del tipo s.r.l.<sup>414</sup> Le riforme 2012-2017 avrebbero infatti inciso solo sugli strumenti utilizzabili dalle società per la raccolta degli apporti di capitale (categorie di quote e strumenti finanziari) ma non sulla libertà negoziale delle parti, fattore altrettanto importante per la nascita e lo sviluppo delle imprese, in particolare di quelle ad alto tasso tecnologico. I numeri sulla costituzione di *startup* innovative estratti dalla sezione speciale del registro delle imprese dimostrerebbero l'insufficienza delle misure: da essi risulta infatti che

---

ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, p. 29 ss.; ZANARONE, *op.cit.*, p. 589 ss.

<sup>412</sup> Oltre ad ampliare i canali di finanziamento a disposizione di queste imprese, altre riforme – sempre al fine di favorire l'avvio di nuove attività imprenditoriali – sono andate nel senso della semplificazione del modello di s.r.l. (si pensi alla s.r.l. semplificata con capitale minimo 1 euro ovvero alla costituzione *online* della società).

<sup>413</sup> Vedi lo studio di AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *The corporate design of investments in startups: a European experience*, Law Working Paper n. 662/2022, 2022, disponibile su: <https://ecgi.global/content/working-papers>. Lo studio mostra che delle 5095 *startup* innovative analizzate, 5021 sono costituite nella forma di s.r.l., mentre solo 74 nella forma di s.p.a. Il dato dimostrerebbe la ridotta appetibilità di questo tipo di società per le *startup* a causa degli elevati costi di costituzione e gestione (si pensi al capitale minimo di 50.000 euro e al collegio sindacale obbligatorio di tre membri). Gli autori ritengono quindi azzeccata la scelta del legislatore italiano di riformare il modello di s.r.l. per incentivare la creazione di *startup* innovative. Nello stesso senso DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 642.

<sup>414</sup> AGNSTER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 356.

oggi le *startup VC-financed* costituiscono nel panorama italiano un fenomeno numericamente del tutto marginale<sup>415</sup>.

Il mercato del *venture capital* e del *private equity* risulta quello più gravemente penalizzato dalla scarsa libertà delle parti nella definizione degli accordi di investimento ed è, infatti, ancora parecchio indietro, non solo al sistema nordamericano, ma anche ad altre realtà europee <sup>416</sup>. Molti dei profili di incompatibilità tra sistema italiano e clausole utilizzate negli Stati Uniti che erano emersi già prima di queste riforme non sono stati intaccati dalle misure legislative di cui si è detto: l'autonomia negoziale delle parti è rimasta invariata e con essa i disincentivi alla conclusione di questo tipo di investimenti.

Nei capitoli che seguono è su questi persistenti profili di incompatibilità tra clausole americane e sistema italiano che si concentrerà l'attenzione. In particolare, saranno esaminate tre clausole di *exit* (clausole di *put*, clausole introduttive di azioni redimibili e clausole di *drag-along*); clausole attraverso cui il *venture capitalist* vorrebbe assicurarsi l'uscita dalla società tramite cessione della propria partecipazione, e che, però, nel nostro sistema, hanno dato vita ad un dibattito – non ancora risolto – circa la loro validità.

## **CAPITOLO 1. IL DIVIETO DI PATTO LEONINO E LE OPZIONI DI *PUT***

### **1.1. Profili generali**

Con l'espressione "opzione di *put*" si fa riferimento alle clausole con cui si assegna ad un socio il diritto di vendere la propria partecipazione dopo un certo

---

<sup>415</sup> Così AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, p. 237. L'indagine svolta dagli autori mostra come a fronte di un campione di 2115 *startup*, solo 57, ovvero il 2,6% del totale sono società *VC-financed*.

<sup>416</sup> E questo nonostante gli ultimi studi registrino una crescita del mercato italiano degli investimenti di *private equity* e *venture capital*, così come di quello dei disinvestimenti. Sul punto si veda lo studio dell'AIFI (Associazione italiana del *private equity*, *venture capital* e *private debt*) su "Il mercato italiano del *private equity* e *venture capital*" svolto in collaborazione con PWC, 2022, disponibile su <https://www.aifi.it/it/private-equity-e-venturecapital>.

lasso di tempo ad un altro socio che ha l'obbligo di acquistarla. In genere il prezzo di vendita viene determinato *ex ante* dalle parti, per cui si parla di opzioni *put* a prezzo predefinito. Nella maggior parte dei casi, il prezzo è fissato in un ammontare almeno pari a quanto versato dal socio per la sottoscrizione o per l'acquisto della partecipazione, più interessi. Come si vedrà, è proprio quest'ultima fattispecie a generare problemi.

Nel contesto dei contratti di investimento di cui ci si occupa, la finalità svolta dalle opzioni *put* si dice sia principalmente quella di finanziamento, da cui il termine di "partecipazione a scopo di finanziamento" utilizzato per riferirsi alla partecipazione del socio titolare dell'opzione.

Il soggetto finanziatore di *venture*, a fronte di un certo investimento iniziale, assume una partecipazione sociale nella società finanziata, con il conseguente riconoscimento di tutti i diritti connessi allo *status* di socio (utili, voto, intervento ecc.). Oltre a questi diritti, il *venture capitalist* si fa assegnare, in via parasociale o statutaria, il diritto di vendere le sue azioni ad un altro socio alla scadenza prestabilita, ottenendo in cambio il corrispettivo inizialmente versato per il loro acquisto, più gli interessi convenuti. In questo modo - si dice - il *venture capitalist* investe nella società senza correre gli stessi rischi negativi (di perdita) degli altri soci, partecipa agli stessi rischi positivi (di utili) e ha la certezza di poter disinvestire dopo un certo lasso di tempo, non rimanendo prigioniero dell'investimento<sup>417</sup>.

L'accordo di *put* realizza anche l'interesse del socio di industria: grazie all'opzione *put*, il socio imprenditore ottiene un finanziamento a tasso agevolato (inferiore a quello di un normale finanziamento bancario), senza concedere particolari garanzie (i classici *collateral* reali o personali) e può in questo modo aumentare la capitalizzazione della propria società e continuare l'attività<sup>418</sup>.

La validità delle clausole in oggetto è controversa in ragione della sostanziale esclusione del socio finanziatore dalla partecipazione alle perdite della società

---

<sup>417</sup>BARCELLONA, *Clausole di put, & call a prezzo predefinito: fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, p. 12.

<sup>418</sup>BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 12.

finanziata<sup>419</sup>, con conseguente possibile contrasto col divieto di patto leonino di cui all'art. 2265 c.c. Come è noto, questa disposizione stabilisce che “è nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite”. Si è allora osservato che la previa determinazione del prezzo dell'opzione in misura pari all'investimento iniziale garantisce indirettamente la “immunità” del socio che ne è titolare dal rischio di perdite. Quand'anche il valore delle azioni dovesse diminuire per via del cattivo andamento degli affari sociali, infatti, il prezzo di vendita della partecipazione rimarrebbe lo stesso, con la conseguenza che il titolare dell'opzione non verrebbe toccato da questa perdita di valore<sup>420</sup>. La clausola realizzerebbe quindi quell'esclusione del socio dalle perdite sociali cui l'art. 2265 c.c. ricollega la sanzione della nullità.

Spesso le opzioni di *put* sono associate alle clausole di *call*, le quali attribuiscono ad un socio il diritto di acquistare, a partire da una certa data, la partecipazione del socio titolare dell'opzione di *put*, in genere allo stesso prezzo da questi pagato per l'acquisto. La previa determinazione del prezzo di acquisto parrebbe escludere indirettamente dagli utili il socio la cui partecipazione viene acquistata: se il valore delle azioni dovesse incrementarsi nel corso della vita della società, il socio titolare dell'opzione di *call* presumibilmente deciderà di esercitarla e, di conseguenza, il socio soggetto all'opzione non potrà beneficiare di questo incremento di valore. Sebbene le opzioni di *call* appaiano in teoria altrettanto problematiche in termini di possibile contrasto col divieto di patto leonino, tuttavia, nella prassi esse non hanno sollevato gli stessi problemi delle opzioni *put*<sup>421</sup>. Per tale motivo l'analisi si concentra solo sulle prime.

---

<sup>419</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 539.

<sup>420</sup> Così BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 4.

<sup>421</sup> BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 7 e 9. L'autore rileva che spesso nelle partecipazioni a scopo di finanziamento il diritto di *call* concesso al socio imprenditore gli consente di acquistare la partecipazione del socio finanziatore al prezzo fissato per l'esercizio dell'opzione di *put* incrementato dall'eventuale maggior valore conseguito dalle azioni *medio tempore*. In questo caso non si porrebbe dunque alcun problema di esclusione dagli utili (più che di utili – precisa l'autore – si tratta della esclusione dagli aumenti di valore raggiunti *medio tempore* dal patrimonio sociale).

Al fine di fornire un quadro delle varie opinioni dottrinali in merito alla compatibilità delle opzioni di *put* con l'art. 2265 c.c., occorre partire dalla ricostruzione della *ratio* della disposizione. Trattandosi di una sintesi del pensiero di diversi autori è inevitabile una semplificazione delle tesi sostenute da ciascuno.

## 1.2. Il divieto di patto leonino e la sua *ratio*

### a) La tesi maggioritaria

La dottrina largamente maggioritaria riconduce il divieto di patto leonino alla definizione di società di cui all'art. 2247 c.c., a sua volta ricollegabile ad un principio di ordine pubblico economico posto a tutela della corretta amministrazione della società<sup>422</sup>. Questa ricostruzione si fonda sui seguenti argomenti.

L'art. 2247 c.c. annovera tra gli elementi essenziali del tipo societario sia i conferimenti, che sono caratterizzati dalla possibilità di vedere il proprio valore eroso da eventuali perdite generate dalla gestione; sia la divisione degli utili, che rappresenta la vera e propria *causa societatis*<sup>423</sup>. La condivisione del rischio di impresa quindi - si afferma - è un tratto qualificante ed inderogabile di ogni società, e l'articolo 2265 c.c., sanzionando con la nullità i patti volti ad escludere tale rischio, non è altro che espressione di questo principio<sup>424</sup>.

---

Sul punto si può altresì rilevare che il socio soggetto all'esercizio dell'opzione di *call* da parte di un altro socio è un socio che può partecipare alle distribuzioni di utili che si verificano prima che maturi il termine per l'esercizio dell'opzione di *call*. Egli risulterà quindi formalmente escluso dagli utili in senso stretto solo là dove il prezzo di acquisto venga diminuito tenendo conto di queste eventuali distribuzioni.

<sup>422</sup> In questo senso PIAZZA, *Patto leonino, Enc. Dir.*, Milano, 1982, p. 526 ss.; ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994, p. 41 ss.; TERRANOVA, *Il divieto di patto leonino: un'analisi comparata alla luce della recente riforma del diritto belga*, in *NLCC*, 2020, p. 821-822; PRESCIANI, *Opzione di vendita delle partecipazioni sociali e divieto di patto leonino*, in *Riv. dir. Civ.*, 2020, p. 1148 ss.; PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, in *Giur. Comm.*, 2019, p. 285 ss.

<sup>423</sup> In questo senso PIAZZA, *op.cit.*, p. 526 ss.; ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., p. 43 ss.; PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1151-1152.

<sup>424</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1155.

La presenza di una definizione generale di società, quale quella contenuta nell'art. 2247 c.c., seppur attualmente inadeguata a cogliere appieno la nozione generale di società, continua ad indicare che le società sono contraddistinte da una causa tipica, la quale si riflette anche sulle singole partecipazioni sociali; partecipazioni che possono dirsi tali, ovvero sociali, solo in quanto il loro contenuto sia conforme a quella specifica funzione o quantomeno con essa compatibile<sup>425</sup>. In questo senso il divieto di patto leonino rappresenterebbe una regola generale atta alla definizione tipologica dell'investimento societario, che non consente all'autonomia privata di qualificare come partecipazione ciò che - mancando di un suo elemento distintivo - partecipazione non è<sup>426</sup>.

Secondo questa tesi, infatti, la partecipazione al rischio di impresa è l'elemento che consente di distinguere la partecipazione azionaria da altre forme di partecipazione al contratto sociale, come quella del possessore di strumenti finanziari partecipativi. Negare una simile impostazione, pertanto, porterebbe a confondere fattispecie giuridiche che il legislatore ha invece voluto tenere chiaramente distinte sul piano formale<sup>427</sup>.

La volontà del legislatore di legare indissolubilmente al concetto di partecipazione sociale la soggezione al rischio d'impresa avrebbe l'obiettivo di assicurare un uso responsabile dei diritti sociali e un esercizio avveduto del potere di gestione di un'attività economica, evitando che all'organizzazione societaria partecipi chi non ha l'interesse tipico di socio<sup>428</sup>. In questa prospettiva, infatti, se

---

<sup>425</sup> ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Società per azioni, Trattato di diritto commerciale*, a cura di Cottino, Milano, 2010, p. 266.

<sup>426</sup> DE LUCA, *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni di put a prezzo definito e divieto di patto leonino*, in *BBTC*, 2019, p. 89.

<sup>427</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 558 ss. *Contra* NOTARI, *Partecipazione al rischio di impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, p. 502-503, secondo cui "l'elemento della partecipazione al rischio di impresa - e la connessa distinzione tra strumenti rappresentativi di capitale di rischio e strumenti rappresentativi di capitale di debito - non può più essere considerato idoneo, nell'attuale quadro normativo, per fondare la distinzione tra le azioni e le obbligazioni, né tra di esse e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c."

<sup>428</sup> ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., p. 44-45.

fosse lecito, in via diretta o indiretta, esonerare un socio dall'incidenza delle perdite, costui si troverebbe in costante conflitto di interessi con gli altri soci che possono sia perdere che guadagnare<sup>429</sup>. Invero, se il socio escluso dalle perdite partecipasse alla gestione, "egli potrebbe esser indotto a decidere operazioni avventate, aleatorie e perciò rischiose per gli altri soci esposti all'incidenza delle eventuali perdite"<sup>430</sup>.

In base a questa logica, dunque, la regola in oggetto sarebbe posta non solo a tutela dei soci, ma anche e soprattutto a tutela dei creditori sociali e del sistema economico in generale, che nell'istituto delle società ha uno dei suoi assi portanti<sup>431</sup>. Per questa ragione, l'art. 2265 si configurerebbe come una disposizione di ordine pubblico economico volta a tutelare il buon funzionamento delle società e la corretta formazione della volontà sociale<sup>432</sup>. In quanto tale, essa costituirebbe espressione dell'art. 41, comma 2, Cost., quale norma diretta ad evitare che l'impresa organizzata in forma societaria venga svolta in contrasto con l'utilità sociale<sup>433</sup>.

Alla luce di queste considerazioni, il divieto di patto leonino - si è detto - non è altro che la massima espressione del principio di correlazione tra potere e rischio, il quale stabilisce un rapporto di natura unilaterale tra il potere di gestione di un'impresa e il rischio (positivo o negativo) che deriva da quella attività di impresa. Esso impedisce che colui che disponga del potere di influenzare le decisioni gestorie rimanga totalmente esente dal rischio di impresa, ponendosi in una situazione di "irresponsabilità illimitata"<sup>434</sup>. E ciò a garanzia della responsabilizzazione dei soci e dell'efficienza del sistema di economia di mercato<sup>435</sup>.

Secondo questa impostazione, dunque, la scelta di allocare il potere di voto, ovvero il potere di incidere sulla gestione, in mano ai soli soggetti che partecipano al rischio di impresa crea il migliore allineamento di interessi tra soci e società.

---

<sup>429</sup> Il rilievo di un conflitto di interessi tra soci si deve a SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, p. 137 ss.

<sup>430</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 543-544.

<sup>431</sup> ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., p. 45.

<sup>432</sup> ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., p. 44-45.

<sup>433</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1153.

<sup>434</sup> ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., p. 46-47.

<sup>435</sup> In questo senso SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 566-567.

Questi soggetti sono infatti i c.d. *residual claimants*, la cui remunerazione è pari all'attivo che residua una volta sostenuti tutti i costi di gestione e soddisfatti tutti i creditori. I loro interessi sarebbero quindi quelli meglio allineati al buon andamento della società, in quanto essi ricevono qualcosa solo in caso di *performance* positiva dell'impresa e di un incremento di valore della stessa. Per contro, i creditori sono *fixed claimants*, i quali, vantando una pretesa fissa nei confronti della società e non essendo toccati dalle perdite della stessa, sarebbero interessati solamente a che l'impresa produca una ricchezza sufficiente a soddisfare tale pretesa. Essi, non beneficiando di eventuali aumenti di valore dell'impresa, risulterebbero portatori di un mero interesse alla conservazione del valore del patrimonio sociale, con un'accentuata avversione al rischio<sup>436</sup>.

La tesi esposta è condivisa anche dalla giurisprudenza di legittimità, la quale - sin dalla sua prima pronuncia sul punto - ha affermato come la *ratio* del patto leonino debba essere individuata nella "partecipazione al rischio di impresa al fine di garantire, nell'interesse generale, un esercizio avveduto e corretto dei relativi poteri"<sup>437</sup>. Anche la giurisprudenza di merito risulta allineata sul punto.

## **b) La tesi minoritaria**

La dottrina minoritaria, per contro, considera la tesi appena esposta un'interpretazione "distorta e antistorica", basata su premesse non plausibili che portano a risultati contraddittori e irragionevoli"; e sostiene che la *ratio* del divieto del patto leonino vada individuata altrove<sup>438</sup>.

---

<sup>436</sup> Ancora PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1173.

<sup>437</sup> Cassazione n. 8927/1994, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it). Nello stesso senso Cass. 17498/2018 e Cass. 27227/2021, disponibili su [www.dejure.it](http://www.dejure.it).

<sup>438</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1311; CADORIN, *Il divieto di patto leonino dopo il codice della crisi, tra incentivi alla corretta gestione imprenditoriale e tutela del contraente debole*, in *Giur. Comm.*, 2022, p. 124 ss. Nello stesso senso PENZO, *Opzione di vendita a prezzo fisso e divieto di patto leonino: una convivenza possibile*, in *Società*, 2014, p. 150 ss.

Secondo questa tesi, un'interpretazione corretta dell'art. 2265 c.c. non può non tenere conto delle origini storiche della disposizione, le quali impongono innanzitutto di distinguere tra le due componenti del divieto <sup>439</sup>, che risponderrebbero a due logiche diverse: un conto è escludere un socio dagli utili, altro conto è escluderlo dalle perdite.

Per quanto attiene al divieto di esclusione dagli utili si tratterebbe di un divieto posto a presidio della distinzione tra società e donazione, e andrebbe dunque ricollegato al divieto della *societas donationis causa*<sup>440</sup>.

Il divieto di esclusione dalle perdite, invece, andrebbe ricondotto ad una logica antiusuraria o antisopraffattoria. Esso, infatti, pur di per sé compatibile con la causa lucrativa delle società, assolverebbe allo scopo di evitare sopraffazioni da parte del socio forte (il "leone") nei confronti del socio debole; e configura quindi come prevaricatorio un accordo con cui un contraente si assume tutti i possibili rischi negativi di una certa attività imprenditoriale<sup>441</sup>. Secondo questa tesi, dunque, con il divieto in parola, il legislatore mira a tutelare le persone fisiche e, in particolare, il socio d'opera che oltre al suo patrimonio investa nella società anche il proprio lavoro, impedendogli di assumere obbligazioni che contrastino in modo intollerabile con la libertà e la dignità della persona e tutelandolo così contro un esercizio poco avveduto della propria libertà contrattuale. La preoccupazione morale della norma con riguardo alla esclusione dalle perdite, dunque, sarebbe quella tipica delle nullità di protezione, che per ragioni di natura etica proteggono gli ingenui contro una cattiva disposizione dei propri interessi<sup>442</sup>.

Così ricostruita la *ratio* del divieto nelle sue due componenti, l'orientamento in questione individua una serie di argomenti volti a confutare la tesi dominante.

---

<sup>439</sup> Per una ricostruzione delle origini del divieto di veda ABRIANI, *Il divieto di patto leonino*, cit., p. 1 ss.

<sup>440</sup> In quest'ultimo senso SPOLIDORO, *Opzione put e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite*, in *Società*, 2020, p. 1366.

<sup>441</sup> BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 23-24.

<sup>442</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1302.

In primo luogo, esso afferma che il principio di ordine pubblico economico cui si richiama l'orientamento maggioritario - in base al quale la necessaria partecipazione al rischio di impresa da parte dei soci sarebbe funzionale alla corretta amministrazione della società - non è mai stato oggetto di alcuna verifica empirica o di dimostrazione concreta. La sua efficacia rispetto alla sua presunta finalità di promozione dei comportamenti virtuosi dei soci non può tuttavia essere data per scontata<sup>443</sup>.

Da questo punto di vista, per esempio, si è rilevato come appaia difficile credere che un socio con una partecipazione irrisoria sia incentivato a comportarsi in maniera virtuosa dal rischio di perdere un investimento di importo quasi insignificante<sup>444</sup>. Allo stesso modo - si è detto - un padre che gestisca una società assieme ai figli, ma preferisca lasciare solo a questi gli utili dell'attività, nonostante la mancata partecipazione agli utili, non diventerebbe automaticamente un cattivo gestore<sup>445</sup>. In sintesi, dunque, non sarebbe vero che la partecipazione ai risultati dell'attività di impresa sia in grado di incentivare un esercizio responsabile dei diritti corporativi da parte dei soci<sup>446</sup>. La partecipazione agli utili e alle perdite non rappresenterebbe quindi una condizione né necessaria né sufficiente per garantire la corretta gestione di un'impresa, o quanto meno di una società di capitali<sup>447</sup>.

Parimenti, secondo la tesi minoritaria, poco convincente è la tesi per cui il patto leonino sarebbe nullo in quanto il contratto di società che lo contenesse sarebbe un contratto non conforme alla definizione di società di cui all'art. 2247 c.c.

Sul punto si è infatti osservato che la mera difformità di un fenomeno giuridico rispetto alla sua definizione "non è mai da sola causa di invalidità"<sup>448</sup>. La definizione dell'art. 2247 c.c., inoltre, non ricomprende tutte le manifestazioni valide

---

<sup>443</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1301.

<sup>444</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1301.

<sup>445</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1309-1310.

<sup>446</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1301. Nello stesso senso anche CADORIN, *op.cit.*, p. 134-135.

<sup>447</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 140.

<sup>448</sup> SPOLIDORO, *Clausole put*, cit., p. 1299.

di società; basti pensare alle società unipersonali. Lo stesso può dirsi in relazione allo scopo di lucro: esistono molte società di tipo astrattamente lucrativo il cui statuto per legge deve contenere divieti o limiti alla divisione degli utili (art. 2615 ter c.c.); così come esistono società che non perseguono scopi lucrativi, ma hanno ad oggetto il perseguimento di interessi diversi (società consortili)<sup>449</sup>. Parimenti, oggi si considerano ammesse nel nostro ordinamento società di capitali in cui il socio partecipa senza fare alcun apporto o con un apporto meramente simbolico (“è una finzione richiedere che il beneficiario versi almeno un euro per poter partecipare alla festa”), per cui non dovrebbe più considerarsi vietata la commistione della causa societaria con la gratuità dell’attribuzione patrimoniale<sup>450</sup>. E ciò basterebbe per mettere in discussione la tesi della partecipazione agli utili quale elemento essenziale al concetto di società.

Si è evidenziato, infine, che la ricostruzione del divieto di patto leonino alla stregua dell’art. 2247 renderebbe del tutto superfluo il disposto dell’art. 2265 c.c.<sup>451</sup>.

Per tutte le ragioni esposte, dunque, vi è chi non ritiene condivisibile la tesi dominante che vede il divieto di patto leonino quale norma di ordine pubblico economico posta a tutela della corretta amministrazione della società e fondata sulla nozione stessa di società ex art. 2247 c.c.

### **1.3. L’estensione applicativa del divieto. Applicabilità alle società di capitali**

#### **a) La tesi della transtipicità del divieto**

Ricollegata la *ratio* del divieto al principio di correlazione tra potere e rischio, la parte maggioritaria della dottrina afferma il carattere transtipico dell’art. 2265 c.c. (norma dettata, come è noto, per le società di persone), estendendo la sua applicazione alle società di capitali.

---

<sup>449</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1310.

<sup>450</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1315.

<sup>451</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 127; SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1299, il quale ipotizza che il codice preveda l’art. 2265 c.c. proprio perché, in mancanza della sua previsione, varrebbe una regola contraria a quella dettata da questa disposizione, non spiegandosi altrimenti la necessità di introdurre l’art. 2265 c.c.

Secondo questa impostazione, la transtipicità discende innanzitutto dall'art. 2247 c.c., il quale richiede la partecipazione agli utili e alle perdite quale elemento indefettibile del contratto di società<sup>452</sup> ed è applicabile a tutti i tipi societari.

In secondo luogo, poiché la necessaria soggezione di tutti i soci ai risultati – attivi e passivi – che derivano dall'“esercizio in comune dell'attività economica” sarebbe espressione di un principio assoluto posto a tutela di interessi pubblici economici, esso non potrebbe che trovare applicazione nei confronti di tutte le società: e non in via analogica, ma direttamente<sup>453</sup>. Il principio di correlazione potere-rischio, infatti, costituisce un principio generale ricavabile dall'intero sistema di diritto societario, società di capitali incluse, in quanto tale applicabile anche a queste ultime in via diretta.

La riforma del 2003, pur avendo ammesso alcune ipotesi di dissociazione tra potere e rischio nelle società di capitali, non ha completamente liberalizzato l'assegnazione di diritti amministrativi a chi non risulti esposto al rischio di impresa in questo tipo di società. Al contrario, la riforma ha semplicemente individuato delle ipotesi in cui – in via del tutto eccezionale ed entro limiti ben precisi – è ammessa una dissociazione tra potere e rischio<sup>454</sup>. L'applicabilità del principio alle società di capitali non sarebbe dunque smentita dagli ultimi interventi normativi<sup>455</sup>. Al contrario, il principio in oggetto resterebbe ricavabile dal complesso del sistema e costituirebbe ancora oggi un tratto tipologico della società azionaria<sup>456</sup>.

---

<sup>452</sup> PIAZZA, *op.cit.*, p. 526. Così anche ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 266, il quale ricollega la partecipazione al rischio di impresa alla causa tipica del contratto di società, la quale deve necessariamente connotare la posizione dei membri della compagine sociale.

<sup>453</sup> ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., p. 77;

<sup>454</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1172. In questo senso anche MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 221 ss.

<sup>455</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1172 ss. In questo senso, l'art. 2352 c.c. non esprimerebbe un principio di generale tolleranza verso il coinvolgimento di non soci nella vita della società, ma si riferirebbe a una situazione del tutto particolare. Lo stesso può dirsi con riguardo agli strumenti finanziari partecipativi, con i quali, tra l'altro, non è comunque possibile attribuire al loro titolare il principale diritto di incisione sulla gestione ovvero il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

<sup>456</sup> MAROCCHI, *op.cit.*, p. 260.

In alternativa, ma in sostanziale concordanza, si è osservato che le ragioni poste a fondamento del divieto sono presenti anche con riferimento alle società di capitali, ove non di meno è presente l'esigenza di assicurare la corretta conduzione dell'attività di impresa. Questa identità di *ratio* consentirebbe quindi di applicare l'art. 2265 c.c. alle società di capitali anche attraverso un ragionamento di tipo analogico.

Se è vero che nelle società di capitali si realizza una separazione tra proprietà e controllo, per cui i soci non hanno un potere diretto di gestione della società, è anche vero che l'esigenza di presidiare il c.d. rischio di azzardo morale degli amministratori, ossia il rischio che questi, non essendo esposti al rischio di impresa, la conducano in modo negligente e sleale, rimane presente anche in questo tipo di società. Ebbene, il principale argine contro questo rischio – si è detto – sarebbe rappresentato proprio dal potere di controllo dei soci sulla gestione<sup>457</sup>. Dal momento che i soci, seppur indirettamente, hanno il potere di indirizzare la gestione sociale, selezionando gli amministratori e monitorandone l'operato, a questo potere deve corrispondere necessariamente una assunzione di rischio e di responsabilità da parte loro<sup>458</sup>.

La tesi maggioritaria qui esposta è condivisa anche dalla giurisprudenza di legittimità che, in tutte e tre le occasioni in cui è stata chiamata a pronunciarsi sul punto, ha affermato l'applicabilità dell'art. 2265 c.c. anche alle società di capitali<sup>459</sup>. Nello stesso senso è orientata anche la giurisprudenza di merito.

## **b) La tesi della non transtipicità del divieto**

---

<sup>457</sup>PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1154. Nello stesso senso ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., p. 72 ss.

<sup>458</sup>TORSELLO, *Partecipazione di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Contratto e impresa*, 2000, p. 906; ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., p. 73 ss.

<sup>459</sup> Il riferimento è a Cass. n. 8927/1994; Cass. n. 17498/2018 e Cass. n. 27227/2021 di cui alla nota 437.

La dottrina minoritaria, per contro, nega la applicabilità transtipica dell'art. 2265 c.c. Le argomentazioni poste a fondamento di questa conclusione sono sostanzialmente due.

Da un lato, vi sono coloro che non concordano con la *ratio* del divieto individuata dalla dottrina maggioritaria, e ritengono che la corretta interpretazione del divieto - da individuare principalmente in ragioni di natura etica - trovi una ragion d'essere solo se applicata alle società di persone<sup>460</sup>.

Dall'altro, vi sono coloro che, pur in sostanza ritenendo (almeno in astratto) plausibile la tesi che individua la *ratio* dell'art. 2265 c.c. nel principio di correlazione potere-rischio, sostengono che essa vada rivista e adattata alla luce delle "spinte centrifughe" emerse *in primis* con la riforma del diritto societario del 2003 e portate avanti con le riforme successive; spinte che avrebbero fatto venire meno l'inscindibilità del binomio rischio-potere, imponendo un ridimensionamento o addirittura un superamento del divieto di patto leonino nell'ambito delle società di capitali<sup>461</sup>.

Sotto il primo profilo, l'argomentazione è che, se la norma non è posta a tutela di un principio di ordine pubblico di carattere generale, ma è espressione di una nullità di protezione, non se ne giustifica una sua applicazione diretta alle società di capitali<sup>462</sup>.

Allo stesso modo, risulterebbe esclusa un'applicazione indiretta della norma alle società di capitali attraverso il ricorso all'*analogia legis*, in quanto mancherebbe la identità di *ratio* che tale tecnica di interpretazione integrativa presuppone<sup>463</sup>. Se è vero che la *ratio* della norma si trova nella esigenza di tutela del socio debole nei

---

<sup>460</sup> SPOLIDORO, *Clausole put*, cit., p. 1289; nello stesso senso CADORIN, *op.cit.*, p. 123 ss.; PENZO, *op.cit.*, p. 150 ss.

<sup>461</sup> BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 24 ss.; CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *ODC*, 2006, p. 202 ss.; PERRINO, *Patti parasociali di finanziamento partecipativo e divieto di patto leonino*, nota a Trib. Milano 30 dicembre 2011, in *Società*, 2012, p. 1165 ss.; CARRIERE, *Le operazioni di portage azionario*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 251 ss.; AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 429; PASSADOR, *op.cit.*, p. 297.

<sup>462</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 143.

<sup>463</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 143-144.

confronti del socio forte, questa stessa esigenza non si troverebbe nella conclusione dei contratti di investimento funzionali alla raccolta di risorse finanziarie nelle società di capitali, in cui spesso sono contenuti i patti leonini in oggetto. Nella fase di negoziazione di questi contratti, infatti, non sembra sussistere una situazione di squilibrio di potere contrattuale di una delle parti che possa giustificare un simile limite all'autonomia privata. Si tratterebbe piuttosto di operazioni effettuate da soggetti consapevoli, di regola assistiti da consulenti legali e finanziari, liberi di negoziare in modo paritario le condizioni dei contratti in oggetto. Non andrebbe dimenticato, inoltre, che si tratta di contratti che realizzano un interesse di entrambe le parti: quello dell'imprenditore ad ottenere un finanziamento ad un tasso scontato e quello del finanziatore ad investire con adeguate garanzie di ritorno sull'investimento<sup>464</sup>.

In conclusione, quindi, applicare il divieto di patto leonino alle società di capitali con l'intento di proteggere il socio imprenditore dall'abuso del socio finanziatore significherebbe consentire al primo di sottrarsi all'adempimento di un obbligo consapevolmente e liberamente assunto, dandogli la possibilità di far valere la nullità del patto o meno sulla base di considerazioni di convenienza economica<sup>465</sup>. E invero, se il valore della partecipazione al momento dell'esercizio dell'opzione risultasse maggiore del valore prefissato, il socio imprenditore non contesterebbe la validità dell'opzione; viceversa, nel caso in cui il valore della partecipazione fosse inferiore, egli si rifiuterebbe di darvi esecuzione adducendo la nullità del patto.

Oltre a ciò, secondo questa tesi, se già in linea generale l'efficacia del principio di correlazione tra potere e rischio quale incentivo alla corretta gestione imprenditoriale risulta indimostrato<sup>466</sup>, i dubbi sulla sua efficacia sarebbero ancora più accentuati nelle società di capitali.

In questo tipo societario, come è noto, a differenza che nelle società di persone, i soci godono del beneficio della responsabilità limitata e il potere di

---

<sup>464</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 144.

<sup>465</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 144.

<sup>466</sup> Sul punto vedi *supra* in questa sezione, capitolo 1, par. 1.2., lett. b).

amministrazione è dissociato da quello di socio <sup>467</sup>. A eccezione dei soci accomandatari di s.a.p.a., infatti, nei tipi capitalistici, i soci in quanto tali non sono direttamente investiti di competenze gestorie e si registra una netta separazione tra funzione di socio e funzione amministrativa<sup>468</sup>. Di conseguenza, anche ammettendo che la soggezione al rischio di impresa abbia l'effetto di responsabilizzare i soci nell'esercizio dei diritti sociali, ciò nelle società di capitali avrebbe ricadute solo indirette sul piano amministrativo: l'esposizione a utili o perdite potrebbe unicamente incentivare i soci a monitorare in modo corretto l'operato degli amministratori, i quali dovrebbero a loro volta essere da ciò incentivati ad amministrare in modo corretto<sup>469</sup>.

Alla luce di ciò, la dottrina in esame non ritiene che, nelle società di capitali, il rischio dell'investimento sopportato da ciascun socio possa influire in modo significativo sul funzionamento dell'impresa, per cui l'applicabilità del divieto di patto leonino in questo contesto andrebbe esclusa<sup>470</sup>. Pertanto, in definitiva, sul piano sostanziale degli interessi in gioco, la tesi della trasparenza del divieto imporrebbe un grosso sacrificio all'autonomia privata, non compensato da altrettanti vantaggi in termini di efficienza della gestione imprenditoriale<sup>471</sup>.

Si è inoltre osservato che ben diverso è il concetto di perdite nelle società di persone e nelle società di capitali. Mentre nelle società di persone il socio esposto alle perdite deve versare alla società delle somme corrispondenti alla sua quota di partecipazione alle perdite, infatti, ciò non è contemplato nel diritto delle società di capitali, ove i soci non sacrificano alcun componente attuale del loro patrimonio, ma solo l'aspettativa al rimborso della propria percentuale di capitale nominale in caso

---

<sup>467</sup> TORSELLO, *op.cit.*, p. 905, che, richiamando il pensiero di COTTINO, voce *Società (diritto vigente): Società per azioni*, in *Noviss. dig. it.*, Torino, 1970, p. 584, afferma che nelle società di capitali il divieto di patto leonino opererebbe "riveduto e corretto".

<sup>468</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 134. *Contra* vedi TORSELLO, *op.cit.*, p. 906.

<sup>469</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 134. Nello stesso senso PENZO, *op.cit.*, p. 150-151.

<sup>470</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 137. Così anche SPOLIDORO, *Ancora una volta a caccia con i leoni. Note critiche sulla recente giurisprudenza di merito su opzioni put e divieto di patti leonini*, in *Giur.it.*, 2021, p. 636.

<sup>471</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 135.

di liquidazione del loro investimento<sup>472</sup>. Ne discende che darebbe escluso il ricorso all'analogia.

La differenza nel concetto di partecipazione alle perdite da parte dei soci è stata sottolineata in più occasioni anche dal Tribunale di Milano, secondo cui *“tra le società di persone (dove i soci sono illimitatamente responsabili) e le società di capitali (dove la responsabilità è limitata), cambia il concetto di perdita: nelle società di persone significa responsabilità illimitata per debiti che la società non riesce a pagare; nelle società di capitali, dove la responsabilità è limitata al conferimento e la società è persona giuridica, la perdita, per il socio, non può che essere intesa se non nell’accezione di cui agli artt. 2446, 2447, 2482 bis, 2482 ter c.c., ossia perdite di esercizio capaci di intaccare il capitale sociale per oltre 1/3 o addirittura di farlo scendere sotto il minimo legale. Sono invece irrilevanti le perdite che non intaccano il capitale sociale e quelle che lo intaccano per meno di 1/3. Con la conseguenza che ai fini della verifica di liceità dell’accordo, non deve confondersi il concetto di perdita con il valore della partecipazione (aspetto economico), né con il prezzo della cessione della partecipazione (aspetto giuridico)”*<sup>473</sup>.

Il secondo filone minoritario, invece, fa leva essenzialmente sul fatto che la dottrina maggioritaria si fonderebbe su un principio ormai vecchio e superato, almeno per quanto riguarda le s.p.a. e le s.r.l.

In questa prospettiva, l’esistenza di un principio di necessaria correlazione tra potere e rischio è stata infatti nel tempo progressivamente smentita dall’introduzione di istituti in cui tale correlazione è assente: il codice disciplina oggi

---

<sup>472</sup> SPOLIDORO, *Ancora una volta a caccia con i leoni*, cit., p. 636.

<sup>473</sup> Così Trib. Milano 3696/2023, disponibile su [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it). Nello stesso senso, a p. 17 dell’estratto, il Trib. cita una sua precedente pronuncia (Trib. Milano 2213/2020). Così anche MAMBRIANI, nel suo intervento al convegno *“Il finanziamento tramite venture capital. In occasione dei 20 anni della Riforma del diritto societario”*, tenutosi a Roma il 1° Dicembre 2023. Per una critica vedi SPOLIDORO, *Ancora una volta a caccia con i leoni*, cit., p. 632 ss.

diverse ipotesi in cui colui che esercita il potere di influenza sulla gestione non è il soggetto che sopporta il rischio delle scelte gestionali<sup>474</sup>.

Gli istituti che più frequentemente vengono citati a supporto di questa tesi sono: gli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, sesto comma, c.c.), la possibilità di assegnare azioni in misura non proporzionale al conferimento (art. 2346, comma 4 c.c.) e la possibilità di creare categorie di azioni privilegiate nella ripartizione di utili o nella sopportazione delle perdite (artt. 2350 e 2348 c.c.). Nello stesso senso vengono menzionati anche istituti da sempre presenti nel nostro codice civile quali il pegno, l'usufrutto e il sequestro di azioni ex art. 2352 c.c.<sup>475</sup>. Ebbene, in tutte queste ipotesi si verifica una dissociazione tra chi detiene il potere di influenza sulla gestione e chi sopporta il rischio dell'esercizio di questo potere; dissociazione che attesterebbe l'inesistenza, rispetto alle società per azioni, di un principio di ordine pubblico di inscindibilità tra questi due elementi<sup>476</sup>. Di conseguenza,

---

<sup>474</sup> BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 48. Nello stesso senso PERRINO, *op.cit.*, 1170; CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, cit.; CARRIERE, *op.cit.*, p. 251 ss.; NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un "canone fondamentale" o una regola suppletiva?*, in *ODCC*, 2016, p. 379 ss.; PASSADOR, *op.cit.*, p.296 che parla di principio suppletivo piuttosto che di principio inderogabile.

<sup>475</sup> Nello stesso senso vengono citati anche il riporto su azioni (art. 1548 c.c.), le azioni di godimento, la possibilità di emettere azioni prive di diritto di voto o con voto plurimo, la possibilità di formare sindacati di voto.

<sup>476</sup> Per una disamina vedi tra i tanti BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 37 ss.

Per quanto riguarda gli strumenti finanziari partecipativi, per esempio, il codice consente, a fronte di un determinato apporto da parte di un terzo, la assegnazione ad esso di titoli che incorporano il diritto al rimborso non collegato all'andamento della società e, allo stesso tempo, alcuni diritti amministrativi. In questo modo il terzo, pur non sopportando il rischio di impresa, avrebbe un potere di influenza sulla gestione.

Nelle fattispecie di cui all'art. 2352 c.c., similmente, il diritto di voto non spetta al proprietario delle azioni, ma si trasferisce rispettivamente in capo al creditore pignoratizio, all'usufruttuario, o al custode giudiziario, ovvero soggetti che non sono portatori dell'interesse tipico di socio. E ciò senza che vi sia alcun limite sia al numero di azioni sia alla durata di queste fattispecie, per cui nulla esclude che le azioni date in pegno o usufrutto o sequestrate rappresentino anche la maggioranza del capitale sociale<sup>476</sup>. Tutto ciò indicherebbe, quindi, che il nostro sistema non ha nulla in contrario a che un soggetto che ha un interesse strutturalmente diverso a quello degli altri soci, e quindi una propensione al rischio diversa, abbia anche un potere determinante sull'impresa. Così BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 36-37 ss.

Un altro esempio significativo in tal senso è dato dall'istituto delle azioni correlate (art. 2350 c.c.), che consente di legare il diritto all'utile (o la sopportazione alle perdite) di alcuni

sarebbero da considerarsi legittime le situazioni in cui l'esercizio del diritto di voto spetti ad un soggetto animato da una propensione al rischio del tutto diversa (e in certi casi addirittura opposta) rispetto a quella del proprietario ovvero di colui che sostiene il rischio di impresa<sup>477</sup>.

In sostanza, dunque, le novità legislative introdotte con la riforma del diritto societario del 2003 imporrebbero una rilettura del divieto di patto leonino nell'ambito del tipo azionario<sup>478</sup>. Lo stesso può dirsi per le società a responsabilità limitata a seguito delle riforme degli anni 2012-2017, le quali vanno nel senso di lasciare grande flessibilità alle parti nel determinare il contenuto delle partecipazioni, così da agevolare l'utilizzo di tecniche anche atipiche di finanziamento<sup>479</sup>.

Alla luce di ciò, nelle società di capitali la *ratio* del divieto non potrebbe più essere spiegata con il "vecchio" principio di correlazione rischio-potere applicabile a tutti i tipi societari<sup>480</sup>, del quale si impone una rivisitazione<sup>481</sup>.

In aggiunta a quanto detto, le novità legislative citate, unite all'ammissibilità delle azioni postergate nelle perdite, alla non necessaria proporzionalità della partecipazione all'ammontare del conferimento, alla possibilità di eliminare il principale diritto corporativo inerente alla qualità di socio (il diritto di voto) - per citare solo alcuni esempi -, non solo smentirebbero l'esistenza di un principio potere-rischio, ma avrebbero "decolorato" l'interesse tipico di socio e le nozioni tradizionali di partecipazione sociale e attività comune (e anche di comunanza di

---

azionisti all'andamento di uno specifico settore dell'attività sociale. L'istituto realizza di fatto una esclusione degli azionisti correlati dagli utili (o dalle perdite) prodotti dalla società in relazione a tutti gli altri settori; azionisti correlati che possono nondimeno concorrere all'amministrazione di tutti i settori. Peraltro, non è previsto un limite all'emissione di azioni correlate.

<sup>477</sup> CARRIERE, *op.cit.*, p. 252.

<sup>478</sup> CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, cit., p. 202.

<sup>479</sup> AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 429.

<sup>480</sup> È questa la posizione di BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., p. 109.

<sup>481</sup> CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, cit., p. 202.

perdite)”<sup>482</sup>. Più in generale, le modifiche introdotte avrebbero “radicalmente intaccato il canone della tipicità sociale”, incrinandone la salda architettura su cui è fondata l’opinione dominante<sup>483</sup>.

Il nostro ordinamento, inoltre, avrebbe ormai ammesso la commistione tra causa societaria e causa propria del contratto di mutuo, per cui la distinzione tra la qualità di socio, partecipe all’organizzazione e al rischio di impresa, e la qualità di finanziatore, che è escluso dal rischio di impresa, non sarebbe più così netta<sup>484</sup>.

Di conseguenza, la prospettiva secondo cui la *ratio* del divieto di patto leonino va rinvenuta nella stessa nozione di partecipazione sociale, in quanto caratterizzata dalla partecipazione agli utili e alle perdite della società quali elementi essenziali che connotano lo *status* di socio, andrebbe modificata alla luce delle nuove linee emerse con la riforma<sup>485</sup>.

Avendo tutte le riforme citate<sup>486</sup> il fine di espandere le tecniche di finanziamento dell’impresa azionaria (e della s.r.l.), il divieto di patto leonino non potrebbe più essere letto sulla base di un’interpretazione che contrasta con questo fine<sup>487</sup>. In altri termini, alla luce del mutato quadro normativo, il divieto non può continuare a rappresentare un ostacolo per l’espansione delle nuove tecniche di finanziamento dell’impresa azionaria<sup>488</sup>. Piuttosto, poiché l’obiettivo del legislatore è quello di abbattere gli ostacoli all’afflusso di risorse utili al potenziamento dell’attività di impresa, si dovrebbero oggi ammettere forme di partecipazione all’organizzazione sociale senza partecipazione sostanziale al rischio di impresa. Allo stesso modo dovrebbe potersi attribuire uno *status* di rilievo corporativo analogo a quello di socio a soggetti esonerati dalla sopportazione del rischio

---

<sup>482</sup> CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell’istituto*, in *Società*, 2019, p. 1329.

<sup>483</sup> PERRINO, *op.cit.*, p. 1170-1171.

<sup>484</sup> CALVOSA, *L’emissione di azioni riscattabili*, cit., p. 202.

<sup>485</sup> CALVOSA, *L’emissione di azioni riscattabili*, cit. p. 202.

<sup>486</sup> Sul punto vedi più estesamente *supra* la premessa di questa sezione.

<sup>487</sup> CALVOSA, *L’emissione di azioni riscattabili*, cit., p. 202. PASSADOR, *op.cit.*, p. 305, sostiene che occorre “*adeguare le norme rilevanti all’attuale diritto societario <<post crisi>>, che ha fatto del reperimento della finanza per le società il proprio obiettivo principale*”.

<sup>488</sup> CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili*, cit., p. 1329.

imprenditoriale<sup>489</sup>. Un esempio in tal senso sarebbe rappresentato, ove la si ammetta, dalla possibilità di emettere azioni senza conferimento, il cui titolare, non avendo destinato alcuna risorsa per lo svolgimento dell'attività comune della società, non sarebbe esposto al rischio di perdite<sup>490</sup>.

Alla luce di queste considerazioni, la dottrina minoritaria conclude che il divieto di patto leonino non possa oggi applicarsi anche alle società di capitali.

### c) **Conseguenze. La clausola di *put* inserita nello statuto**

La dottrina maggioritaria che, come si è visto, afferma l'applicabilità alle società di capitali del divieto di patto leonino, ritiene nulla per contrasto con l'art. 2265 c.c. la clausola statutaria contenente un'opzione di *put* a prezzo prefissato in un ammontare pari al prezzo pagato per l'acquisto della partecipazione<sup>491</sup>.

Per quanto riguarda le conseguenze della nullità, le clausole leonine se presenti nello statuto devono considerarsi come non apposte, con conseguente applicazione del criterio di partecipazione agli utili ex art. 2263 c.c. e al patrimonio

---

<sup>489</sup> CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, cit., p. 203. L'autrice, tuttavia, non ritiene ammissibile assegnare al socio finanziatore a tempo un potere di incidere su profili fondamentali per la vita futura della società, riversando così sull'obbligato all'acquisto gli effetti di queste decisioni.

<sup>490</sup> CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, cit., p. 203. *Contra* vedi SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 551 ss., il quale osserva che: i) le azioni assegnate al socio non conferente non sono affatto escluse dalle perdite sociali, essendo invece esposte come tutte le altre al rischio di impresa; ii) la compatibilità con il divieto di patto leonino nelle s.p.a va verificata con riferimento non già al socio non conferente, ma esclusivamente alla disciplina delle azioni assegnategli nei loro rapporti con le altre categorie previste dallo statuto. L'autore conclude quindi che "la fattispecie del socio non conferente nulla ha a che vedere con il divieto del patto leonino: con l'evidente corollario che l'ipotetica ammissibilità della prima non equivale certo a riconoscere l'inoperatività del secondo nel diritto azionario novellato (p. 556). In ogni caso, la legittimità delle azioni senza conferimento non è pacifica in dottrina. In senso contrario vedi GINEVRA, *La nuova disciplina del capitale sociale*, in *D.fall.*, 2004, p. 496 ss.

<sup>491</sup> La clausola di *put* potrebbe essere inserita nello statuto di una s.p.a. attraverso la creazione di una categoria di azioni caratterizzata da questo diritto di vendita della partecipazione a prezzo predefinito. Nelle s.r.l., invece, si potrebbe assegnare un diritto particolare ad un socio ex art. 2468, comma terzo, c.c.; oppure per le s.r.l. soggette alla disciplina del d.l. 179/2012, si potrebbe creare una categoria particolare di quote dotate del diritto di *put*.

netto risultante dalla liquidazione ex art. 2350<sup>492</sup>. Ai sensi dell'art. 1419, comma 2, c.c., infatti "la nullità di singole clausole non importa la nullità del contratto, quando le clausole nulle sono sostituite di diritto da norme imperative"<sup>493</sup>.

Questa soluzione si giustificerebbe sia alla luce del principio di conservazione e di integrazione del contratto, sia in quanto idonea a non vanificare la *ratio* dell'art. 2265 c.c. Considerare nulla l'intera partecipazione societaria caratterizzata dalla clausola leonina, infatti, rappresenterebbe un indebito vantaggio per il socio escluso dalle perdite che si vedrebbe riconosciuto il diritto a riavere indietro il proprio conferimento, anche in caso di crisi della società. La sanzione della nullità, inoltre, pregiudicherebbe le ragioni dei creditori sociali che facevano affidamento anche sulla quota del socio leone<sup>494</sup>.

Peraltro, posto che secondo l'orientamento minoritario non si può individuare un contrasto tra il divieto di patto leonino e l'opzione di *put* inserita all'interno dello statuto di una società di capitali, l'invalidità di un patto statutario di esclusione dalle perdite è affermata anche tra gli autori appartenenti alla corrente minoritaria per contrasto con altre norme del diritto societario.

È questo sicuramente il caso delle clausole che assegnano ad un socio il diritto al rimborso del conferimento<sup>495</sup>. Rispetto a queste, si è infatti precisato che, a prescindere dall'applicabilità o meno del divieto di patto leonino, la nullità di

---

<sup>492</sup> È questa l'opinione dominante sostenuta, tra i tanti, da ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., p. 88 ss.; TORSELLO, *op.cit.*, p. 909, il quale tuttavia non esclude la applicabilità dell'art. 1419 c.c. qualora senza tale accordo non vi sarebbe stata partecipazione del socio alla società. In tal caso la nullità del patto potrebbe determinare la nullità dell'intera partecipazione sociale.

<sup>493</sup> Per un'opinione diversa vedi PIAZZA, *op.cit.*, p. 528 ss., il quale rileva che l'art. 2263 c.c. non è una norma imperativa ma suppletiva, per cui essa non può sostituirsi di diritto secondo il meccanismo di cui all'art. 1419, secondo comma, c.c. Per contro, secondo l'autore, il patto leonino comporterebbe la nullità del rapporto sociale tra società e socio escluso dal rischio di impresa; nullità che si estenderebbe all'intero contratto sociale nell'ipotesi in cui la partecipazione caducata risulti essenziale. Non è d'accordo ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit., p. 113, il quale nota come il carattere tassativo delle cause di nullità di cui all'art. 2332 c.c. precluderebbe una soluzione di questo tipo.

<sup>494</sup> ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit. p. 93.

<sup>495</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1308-1309; BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., p. 119.

queste clausole deriverebbe da altre disposizioni del diritto societario. In particolare, le clausole menzionate sarebbero nulle in forza delle norme poste a tutela dei creditori sociali, quali quelle contenute nella disciplina della liquidazione, nonché in virtù del divieto di restituzione del conferimento. Nelle società di capitali, infatti, i soci sono sempre dei creditori postergati rispetto alla società; una clausola statutaria di esclusione diretta dalle perdite finirebbe, invece, per alterare questo tratto tipologico essenziale, convertendo il socio in un creditore privilegiato<sup>496</sup>.

Con specifico riferimento alle opzioni statutarie di *put* con obbligo di acquisto a carico di un socio, alcuni sembrano escludere che esse possano essere ricondotte alla fattispecie vietata della restituzione del conferimento. In questo caso, infatti, nonostante la clausola sia inserita nello statuto, si tratterebbe di una esclusione dalle perdite che avviene solo sul piano inter-sociale (tra soci), ma che non attribuisce al socio un diritto di rimborso *pari passu* con i creditori sociali. Solo in quest'ultimo caso la pattuizione sarebbe nulla.<sup>497</sup> Diverso è il caso in cui l'obbligo di acquisto sia posto a carico della società. Sul punto si tornerà *infra* (capitolo 2), ove si esaminerà una particolare tipologia di clausola di *put* statutaria, quella avente ad oggetto la categoria delle azioni redimibili o riscattande.

Per quanto riguarda l'esclusione diretta di un socio dalla condivisione degli utili, secondo alcuni, anche in caso di inapplicabilità del divieto di patto leonino alle società di capitali, la clausola che contenesse tale previsione sarebbe nulla per contrasto con la causa societaria ex art. 2247 c.c., ovvero, in base al diritto generale dei contratti, per mancanza di una giusta causa dell'attribuzione patrimoniale (ex art. 1325 n.2 c.c.)<sup>498</sup>.

---

<sup>496</sup> BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 62. Nello stesso senso SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1308-1309.

<sup>497</sup> In questo senso BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., p. 119.

<sup>498</sup> BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 61-62. In base al principio di causalità degli scambi, ogni spostamento patrimoniale deve trovare causa in una controprestazione, ovvero in uno spostamento di ricchezza di segno contrario, salvo il caso limite della donazione.

Per contro, altri autori sembrano più aperti verso questo tipo di accordo e ammettono la possibilità di prevedere una categoria di azioni o di quote senza diritto al dividendo<sup>499</sup>.

#### **1.4. L'estensione applicativa del divieto. Applicabilità ai patti parasociali**

L'art. 2265 c.c. si riferisce genericamente ad un "patto" leonino senza specificare se debba trattarsi di un patto statutario, da cui il dubbio circa la sua applicazione anche ai patti parasociali.

##### **a) Applicabilità diretta o indiretta dell'art. 2265 c.c.**

La dottrina maggioritaria ritiene il divieto applicabile anche ai patti parasociali. Tale conclusione - si dice - sarebbe *in primis* un corollario della *ratio* del divieto, quale norma posta a tutela dell'interesse generale ad una corretta amministrazione della società. Il rischio di gestioni distorte, infatti, prescinderebbe dalla fonte in cui si trova il patto di esclusione dagli utili o dalle perdite: un'opzione di *put*, sia che sia contenuta nello statuto, sia che sia contenuta in un patto extrastatutario, consente comunque in via indiretta di tenere un socio indenne dalle perdite e quindi di eliminare quell'incentivo alla corretta amministrazione della società che l'art. 2265 c.c. è posto a tutelare.

Considerare nulla solo l'opzione *put* stipulata a livello statutario e non quella concordata a livello parasociale comprometterebbe la finalità dell'art. 2265 c.c. La valenza meramente obbligatoria del patto parasociale contenente un'opzione di *put* non escluderebbe il *vulnus* al principio di ordine pubblico economico che l'orientamento dominante considera espressione del divieto di patto leonino<sup>500</sup>. In questo senso le pattuizioni parasociali leonine risulterebbero funzionalmente

---

<sup>499</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1314-1315.

<sup>500</sup> DE LUCA, *Il socio "leone"*, cit., p. 99.

collegate al contratto di società<sup>501</sup>, avendo la capacità di proiettarsi sull'accordo associativo, con l'effetto di deformarne la struttura e la funzione<sup>502</sup>.

In sintesi, dunque, ciò che non può essere disposto nell'ambito dell'atto costitutivo perché contrario alla legge, non potrebbe essere oggetto neanche di un accordo parasociale: in tali casi il patto andrebbe considerato nullo per contrasto con una norma imperativa<sup>503</sup>; norma imperativa la cui violazione non potrebbe essere esclusa solo perché violata da un patto parasociale e non statutario<sup>504</sup>.

Anche negando una applicabilità diretta dell'art. 2265 c.c., si dovrebbe in ogni caso operare una applicazione indiretta dell'art. 2265 c.c. ai patti parasociali ai sensi dell'art. 1344 c.c. In forza di questa disposizione, come è noto, un contratto è illecito e quindi nullo quando esso costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa<sup>505</sup>. Se un patto parasociale consentisse di pervenire, seppur indirettamente, ad un assetto di interessi non consentito al contratto sociale, lo stesso ricadrebbe nella fattispecie del contratto in frode alla legge appena descritta<sup>506</sup>. E questo, secondo la dottrina maggioritaria, sarebbe proprio il caso di un patto leonino parasociale.

## **b) Applicabilità dell'art. 1322 c.c.**

Una parte della dottrina, partendo dal presupposto che le clausole di *put* contenute in un patto esterno al contratto sociale costituiscano un patto atipico non espressamente regolato dalla legge, sostiene che al fine di stabilire la nullità di

---

<sup>501</sup> OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. Civ.*, 1987, I, p. 527-528, secondo cui "il patto leonino extrasociale cancella tra le parti che lo stipulano la stessa funzione del rapporto sociale, e quindi mina l'esigenza essenziale del rapporto medesimo, imperativamente garantita dall'art. 2265 c.c." Sul tema vedi più estesamente OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942.

<sup>502</sup> TORSELLO, *op.cit.*, p. 908.

<sup>503</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1166. Nel senso di una applicazione diretta del divieto anche MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contratto e impresa*, 1988, p. 779.

<sup>504</sup> TORSELLO, *op.cit.*, p. 915.

<sup>505</sup> In questo senso DE LUCA, *Il socio "leone"*, cit., p. 99.

<sup>506</sup> TERRANOVA, *op.cit.*, p. 833, la quale richiama il pensiero di OPPO, *Le convenzioni parasociali*, cit., p. 653.

queste clausole sia necessario valutare se esse perseguano una funzione meritevole di tutela ex art. 1322, comma 2, c.c.<sup>507</sup> Questa disposizione, come è noto, dispone che le parti possono concludere contratti che non appartengono ai tipi regolati espressamente dalla legge, “purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l’ordinamento giuridico”.

Questo orientamento, inoltre, in contrasto con quanto sostenuto dalla dottrina maggioritaria, ritiene che l’art. 1344 c.c. possa trovare applicazione solo qualora la comune finalità contraria alla legge costituisca la funzione oggettiva intenzionalmente attribuita dalle parti al negozio. Per contro, qualora il patto di esonero dagli utili o dalle perdite risponda a fini pratici ed economici diversi dalla frode al divieto di patto leonino, e tali fini risultino meritevoli di tutela, esso andrebbe considerato valido<sup>508</sup>. Il giudizio di legittimità del patto leonino parasociale, dunque, non potrebbe prescindere da un’analisi circa gli interessi che le parti volevano soddisfare attraverso la sua conclusione<sup>509</sup>.

Sotto questo profilo si osserva che, poiché di regola le opzioni di *put* non nascerebbero con lo scopo precipuo di eludere il divieto di patto leonino, ma con una autonoma finalità di finanziamento, per determinarne la validità occorrerebbe valutare la meritevolezza dell’interesse perseguito dalle parti. Nel caso di esito positivo del giudizio, la pattuizione dovrebbe considerarsi legittima ai sensi dell’art. 1322 c.c.<sup>510</sup>

---

<sup>507</sup> SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*, in *BBTC*, 6, 2009, p. 751.

<sup>508</sup> PENZO, *op.cit.*, p. 151-152; SBISA', *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contratto e impresa*, 1987, p. 830.

<sup>509</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 547, il quale però, in relazione al giudizio di meritevolezza del patto, ritiene opportuno non trascurare gli effetti della convenzione sulle modalità ordinarie di svolgimento dell’attività di impresa.

<sup>510</sup> *Contra* vedi TORSELLO, *op.cit.*, p. 915, secondo il quale, “se è vero che il fine perseguito dalle parti non è quello di eludere la previsione di cui all’art. 2265 c.c., è altrettanto vero che, nel perseguimento della finalità di finanziamento, le parti vogliono - in quanto fondamentale per la realizzazione dell’operazione - l’esclusione del socio dalla partecipazione alle perdite, in apparente aperto contrasto con il divieto del patto leonino”.

È questo l'indirizzo interpretativo che la Cassazione pare adottare nella sentenza n. 8927 del 1994<sup>511</sup>, ove si afferma che: *“se il patto parasociale avesse la funzione essenziale di eludere il divieto dell’art. 2265, esso diverrebbe un negozio in frode non meritevole di autonoma tutela ed incorrente a sua volta nella previsione di nullità dell’art. 2265... Diversa però è la situazione qualora il negozio costituente patto parasociale, pur contenendo una clausola di esclusione da rischi e da utili, abbia una sua autonoma funzione meritevole di tutela a norma dell’art. 1322 c.c.”.*

In un passaggio successivo della sentenza, tuttavia, la Corte precisa che, per stabilire la validità o meno del patto parasociale contenente un'opzione di vendita a prezzo predefinito, bisogna in ogni caso tenere presenti gli effetti del patto rispetto alla *ratio* perseguita dal patto leonino<sup>512</sup>. Per usare le parole della Corte, nell'operare il giudizio di meritevolezza, occorre accertare *“se (esso) integri una funziona autonomamente meritevole di tutela e non in contrasto con le ragioni fondamentali che sono alla base del divieto di patto leonino”*. Solo in tal caso, infatti, il patto leonino extrastatutario può ritenersi valido, *“non essendo espressione di quelle ragioni di politica economica che sono alla base del precetto dell’art. 2265 c.c.”*<sup>513</sup>.

La dottrina maggioritaria contesta questa impostazione sotto due profili.

---

<sup>511</sup> In tale pronuncia la Corte è chiamata a giudicare la validità di un patto parasociale contenente un'opzione di rivendita di azioni al prezzo sborsato per l'acquisto maggiorato di un interesse del 7% annuo e una corrispondente opzione di call per lo stesso prezzo.

<sup>512</sup> Nello stesso senso anche SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 547, secondo cui è opportuno non trascurare gli effetti della convenzione sulle modalità ordinarie di svolgimento dell'attività di impresa.

<sup>513</sup> Nel caso di specie, la clausola esaminata viene giudicata meritevole di tutela. L'opzione di *put* era infatti assegnata ad una società finanziaria regionale, detenente il 10 % del capitale, il cui oggetto sociale consisteva proprio nell'incentivare e sostenere anche finanziariamente la costituzione e lo sviluppo di imprese regionali; circostanza che le impediva in sostanza di disinteressarsi della corretta gestione dell'impresa finanziata. Nel caso di specie, inoltre, il diritto di *put* era subordinato al verificarsi di particolari condizioni concernenti il raggiungimento di alcuni parametri economici.

Nello stesso senso vedi Corte di Appello di Genova 18 maggio 2018 n. 829, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it), la quale non ritiene meritevole di tutela il patto che tradisce la *ratio* di cui all'art. 2265 c.c. privando il socio dell'interesse alla corretta gestione.

In primo luogo, essa rileva che l'opzione di *put* non costituisce un patto atipico: il patto leonino è un patto che non solo il legislatore ha espressamente previsto ma al quale vi ha ricollegato la sanzione della nullità<sup>514</sup>.

In secondo luogo, si osserva che qualificare come lecito un patto che si pone in contrasto con una norma imperativa, semplicemente perché considerato dal giudice funzionale al perseguimento di interessi meritevoli di tutela, porterebbe alla sostanziale abrogazione della norma imperativa contenente il divieto<sup>515</sup> (salvo ovviamente che non si adotti la particolare interpretazione della Cassazione del '94 esposta *supra* che richiede in ogni caso il rispetto sostanziale della *ratio* dell'art. 2265 c.c.).

### **c) Strutturale inapplicabilità dell'art. 2265 c.c. ai patti parasociali**

Una terza corrente di pensiero fa leva sulla diversa portata degli effetti che possono essere realizzati da un patto statutario e da un patto parasociale e, su questa base, esclude l'applicabilità del divieto di patto leonino ai patti parasociali.

La tesi analizzata sottolinea *in primis* come un accordo parasociale disciplini sì posizioni soggettive derivanti o riferibili al contratto societario, ma secondo modalità strutturalmente inidonee a produrre effetti nella sfera dell'organizzazione societaria. Non sarebbe corretto, pertanto, desumere dalle regole e dai principi del diritto societario un criterio per valutare la meritevolezza o la liceità dei patti parasociali<sup>516</sup>. Le vicende della partecipazione assumerebbero infatti un significato diverso a seconda che si svolgano all'interno della società (per effetto di patti statutari) o al suo esterno, nel mercato (ove regolate da patti parasociali). Di conseguenza, diversi saranno nei due casi i limiti all'autonomia contrattuale: nel

---

<sup>514</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1167.

<sup>515</sup> TERRANOVA, *op.cit.*, p. 834; PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1167. Nello stesso senso anche SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1285 ss.

<sup>516</sup> TUCCI, *La meritevolezza dei patti parasociali*, in *BBTC*, 2022, p. 27 ss. Nello stesso senso sembra porsi ANGELICI, *Fra <<mercato>> e <<società>>. A proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in memoria di Piergiusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 10 ss. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=1988343>.

primo caso andrebbero tenute in considerazione anche le esigenze del diritto societario, mentre nel secondo andrebbero osservate unicamente le regole generali in tema di attività negoziale dei privati<sup>517</sup>. E ciò - si è precisato - pur quando i patti siano in grado di realizzare risultati economicamente equivalenti<sup>518</sup>.

In sintesi, dunque, dal momento che un patto parasociale non può modificare le regole organizzative di svolgimento del rapporto sociale, la valutazione circa la sua ammissibilità dovrebbe prescindere dagli effetti pratici che esso può avere sull'assetto di interessi in sede societaria<sup>519</sup>. Non vi sarebbe quindi alcuna contraddizione tra la meritevolezza degli interessi realizzati da un patto parasociale e la possibilità che l'attuazione del rapporto sia incompatibile con le norme del diritto societario<sup>520</sup>.

Con specifico riferimento alle clausole studiate, il ragionamento esaminato fa leva sulla distinzione esistente fra la concreta suddivisione dei risultati riportati dalla compagine sociale e la traslazione del rischio tra soci, ovvero tra le dinamiche del rapporto associativo e il trasferimento del rischio pattiziamente concordato<sup>521</sup>. Si è osservato, in particolare, che un patto leonino non potrebbe mai essere realizzato da un patto parasociale, in quanto quest'ultimo non può - per definizione - né impedire l'attribuzione originaria a ciascun socio del rischio tipico di impresa, né modificare la posizione del socio nei confronti dell'ente societario: esso può solo realizzare la negoziazione di quel rischio da parte del socio<sup>522</sup>. Conseguentemente,

---

<sup>517</sup> ANGELICI, *op.cit.*, p. 20; Nello stesso senso TUCCI, *op.cit.*, p. 34. L'affermazione è condivisa anche da NIGRO, MALTESE, *Private equity, fusioni e rinuncia all'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana*, in *Riv. dir. Soc.*, 2022, p. 37 ss. dell'estratto disponibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4227172](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4227172), i sia pure in riferimento ad una diversa fattispecie, quella della derogabilità in sede parasociale del diritto di recesso.

<sup>518</sup> ANGELICI, *op.cit.*, p. 28. Sulla base di questo ragionamento l'autore esclude l'applicazione ai patti parasociali sia dell'art. 2265 c.c., sia dell'art. 2437 *sexies* c.c. su cui ci si soffermerà *infra* a proposito delle clausole di *drag-along*, in questa parte, capitolo 3, par. 3.3.1.

<sup>519</sup> TUCCI, *op.cit.*, p. 27.

<sup>520</sup> TUCCI, *op.cit.*, p. 34.

<sup>521</sup> GIAMPIERI, *op.cit.*, p. 320.

<sup>522</sup> BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 65-66. Seguendo questa logica, secondo l'autore, l'accordo extrastatutario con cui un azionista cede ad un altro soggetto (socio o non) le

un simile accordo non rientrerebbe nel divieto di legge di cui all'art. 2265 c.c., il quale impedisce che un socio possa essere escluso dal rischio (positivo) di utili o dal rischio di perdite, ma non vieta che il socio possa negoziare o trasferire a terzi questo rischio<sup>523</sup>.

Del resto, l'opzione di *put* contenuta in un patto parasociale non determinerebbe una deresponsabilizzazione del socio maggiore o più pericolosa rispetto a quella che si verifica in altri istituti ammessi dall'ordinamento come il pegno, l'usufrutto di azioni o il contratto di riporto e, pertanto, deve considerarsi perfettamente ammissibile<sup>524</sup>.

Il diverso trattamento tra patto leonino statutario e patto leonino parasociale, inoltre, troverebbe razionale giustificazione nel fatto che, "nell'ipotesi in cui la società giovatasi del finanziamento dovesse subire perdite che riducano (o addirittura azzerino) il capitale sociale, il socio-finanziatore partecipa al pari degli altri al rischio della gestione sociale, vedendosi in fatto impossibilitato a conseguire, al momento della retrocessione, i risultati inizialmente convenuti". La natura parasociale del patto di retrocessione comporta che il socio investitore sia sempre creditore non già della società ma del socio imprenditore<sup>525</sup>.

In aggiunta, poiché in tesi il patto parasociale non è idoneo a realizzare il medesimo risultato pratico vietato dalla legge, non sussisterebbe nemmeno un problema di frode alla legge ex art. 1344 c.c.<sup>526</sup>. Secondo questo orientamento, infatti,

---

*chances* di utili inerenti alla sua partecipazione non costituisce un patto che lo esoneri dagli utili. Al contrario, si tratterebbe di un patto che, "proprio muovendo dall'opposto presupposto che il socio sia a tutti gli effetti titolare del diritto agli eventuali utili, esprime un atto di disposizione a titolo oneroso di tale diritto". Lo stesso potrebbe dirsi nel caso di un patto parasociale con cui un socio si fa garantire da un altro socio o da un terzo rispetto al rischio di perdite della società. Trattandosi di un accordo extrastatutario, esso non ha (e non può avere) ad oggetto le azioni del socio e i diritti ad esso connessi. Il socio che viene garantito, infatti, continua ad avere gli stessi diritti e obblighi verso la società; egli non è escluso dalle perdite, ma ha semplicemente trasferito il rischio di perdite ad un altro soggetto. Nello stesso senso CARRIERE, *op.cit.*, p. 253.

<sup>523</sup> BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 61-62; ANGELICI, *op.cit.*, p. 26.

<sup>524</sup> BARCELLONA, *Clausole di put*, cit., p. 49.

<sup>525</sup> SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento*, cit., p. 752.

<sup>526</sup> TUCCI, *op.cit.*, p.33.

se il patto non incide sulle regole di funzionamento dell'organizzazione societaria, alterando la "tipicità" della posizione di socio rispetto agli altri possibili finanziatori dell'impresa sociale, non vi può essere violazione del divieto di patto leonino.<sup>527</sup> La funzione di un patto parasociale non sarebbe quella di alterare il contenuto della partecipazione ma solamente di disporne, lasciando del tutto impregiudicato il disposto dell'art. 2265 c.c.<sup>528</sup>.

È questa la posizione cui sembra aderire anche la Corte di Cassazione con la pronuncia n. 17498 del 2018, poi confermata con la sentenza n. 27227 del 2021<sup>529</sup>.

Posta la validità dell'opzione di *put* contenuta in un patto extrastatutario, vista la natura non reale della clausola, nel caso l'opzione venga esercitata ma il socio obbligato all'acquisto si rifiuti di darvi esecuzione, il titolare dell'opzione avrebbe a disposizione il solo rimedio risarcitorio conseguente all'inadempimento del contratto<sup>530</sup>.

#### **d) Inapplicabilità dell'art. 2265 c.c. ai patti parasociali di società di capitali**

Coloro che negano l'applicabilità del divieto di patto leonino alle società di capitali, negano parimenti che il patto leonino possa inficiare la validità di un patto parasociale concluso da soci di società di capitali contenente un'opzione di *put*. Essi,

---

<sup>527</sup> TUCCI, *op.cit.*, p. 34.

<sup>528</sup> ANGELICI, *op.cit.*, p. 23.

<sup>529</sup> Sul punto vedi *infra* in questa sezione, capitolo 1, par. 1.6.

<sup>530</sup> In alcuni casi, tuttavia, il patto parasociale precisa che "per effetto dell'esercizio dell'opzione si intenderà automaticamente perfezionato un contratto preliminare di compravendita avente ad oggetto l'intera partecipazione". (Così la clausola oggetto del giudizio davanti al Tribunale di Milano deciso con la sentenza n. 10426/2017, disponibile su <https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/23732.pdf>, p. 5 dell'estratto). Con una clausola formulata in questo modo, nell'ipotesi di inadempimento, sembrerebbe possibile azionare anche il rimedio reale ex art. 2932 c.c. (Così è infatti avvenuto nella sentenza appena citata che, ritenuta valida l'opzione di *put* esercitata dall'attore e accertato l'inadempimento del convenuto all'obbligo di acquisto, trasferisce coattivamente a favore di quest'ultimo la quota del primo ex art. 2932 c.c., condannandolo al pagamento del prezzo fissato nell'opzione *put*. La sentenza è stata però riformata in appello – Corte Appello Milano, 13 febbraio 2020, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it) – ove l'opzione *put* è stata ritenuta invalida per contrasto con l'art. 2265 c.c.).

dunque, considerano di regola legittime le clausole di *put* (o altra fattispecie leonina) inserite in un accordo extrastatutario inerente questo tipo di società<sup>531</sup>.

### **1.5. Sulla portata contenutistica del divieto. Una sua relativizzazione**

Chiarita la posizione della dottrina circa l'estensione applicativa del divieto di patto leonino, occorre ora precisarne anche il suo contenuto precettivo.

#### **i) Esclusione assoluta e costante**

Vi è un sostanziale accordo sia in dottrina che in giurisprudenza sul fatto che, per aversi violazione del divieto di patto leonino, l'esclusione dagli utili o dalle perdite debba essere "assoluta" e "costante"<sup>532</sup>.

Per quanto riguarda il primo requisito, l'assolutezza, esso indica che il divieto opera solo nel caso di una esclusione totale del socio dalle perdite (o dagli utili), ovvero di una cesura netta del nesso tra potere di gestione e rischio di impresa e non in caso di una mera sproporzione tra i due elementi. La sanzione della nullità andrebbe infatti circoscritta solo a quegli accordi che siano effettivamente idonei a rimuovere gli incentivi che spingono i soci all'esercizio accorto dei propri poteri sociali. Pertanto, non sarebbe sufficiente in tal senso una mera riduzione del rischio di impresa sopportato ma occorrerebbe una sterilizzazione totale e completa del rischio<sup>533</sup>.

Si precisa, inoltre, che al requisito dell'assolutezza deve essere data una applicazione sostanziale e non formale, in modo da escludere la sussistenza di una violazione in ipotesi che solo apparentemente configurano un patto leonino; e, viceversa, di ravvisarla in ipotesi apparentemente lecite<sup>534</sup>. Per potersi affermare il

---

<sup>531</sup> In questo senso SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1318.

<sup>532</sup> Questa considerazione è stata per la prima volta affermata da Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927. Successivamente è stata condivisa anche in dottrina.

<sup>533</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1157 e 1158.

<sup>534</sup> TORSELLO, *op.cit.*, p. 910.

carattere leonino del patto, dunque, l'esposizione al rischio di impresa deve essere concreta ed effettiva e non circoscritta a ipotesi remote e di fatto irrealizzabili. Viceversa, per poter escludere la natura leonina di un patto non basta una possibilità meramente teorica di partecipazione ai risultati di gestione da parte del socio<sup>535</sup>.

Nel caso delle opzioni di *put*, al fine di valutare se vi sia un esonero assoluto del socio dagli utili o dalle perdite della società, bisognerebbe verificare se la possibilità di azionare il diritto di vendita e ottenere il corrispettivo pattuito sia certa o meno. A questo proposito si è osservato che se il diritto di *put* è condizionato al verificarsi di eventi giuridicamente rilevanti indipendenti dalla volontà dei soci (e in particolare del socio titolare dell'opzione) il patto dovrebbe ritenersi valido per mancanza del requisito dell'assolutezza<sup>536</sup>. La sostanziale esclusione dal rischio di impresa, infatti, sussisterebbe solo là dove la possibilità di esercitare l'opzione di *put*, ovvero la possibilità di sottrarsi alle perdite, sia lasciata alla pura e semplice volontà del socio finanziatore<sup>537</sup>, così da determinare un totale disinteresse da parte del beneficiario dell'opzione *put* verso il buon esito dell'impresa<sup>538</sup>.

La presenza di una condizione meramente potestativa da cui dipende la possibilità di esercitare il diritto di vendita, viceversa, renderebbe incerto il diritto di rimborso del socio, che non potendo affidarsi a tale prerogativa, rimarrebbe soggetto al rischio imprenditoriale<sup>539</sup>.

Quanto al requisito della "costanza", solitamente le opzioni *put* prevedono un termine prima del quale l'opzione non è esercitabile. Secondo alcuni la presenza di

---

<sup>535</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1159.

<sup>536</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1161.

<sup>537</sup> TORSELLO, *op.cit.*, p. 912.

<sup>538</sup> GIAMPIERI, *Partecipazione azionaria temporanea, put a prezzo preconcordato del diritto di exit*, in *Contratto e impresa*, 2019, p. 313. Nello stesso senso TORSELLO, *op.cit.*, p. 910-911.

<sup>539</sup> Secondo GIAMPIERI, *op.cit.*, p. 311, il requisito dell'assolutezza viene meno non solo nel caso in cui l'esercizio dell'opzione dipenda dal verificarsi o dal mancato verificarsi di un evento del tutto indipendente dalla volontà delle parti, ma anche nel caso di un evento non prevedibile *ex ante* legato al raggiungimento di un determinato obiettivo imprenditoriale. L'autore sembra quindi suggerire che, nel caso il cui l'opzione *put* dipenda dal raggiungimento di determinati risultati da parte dell'impresa, essa potrebbe considerarsi legittima.

questo termine escluderebbe il carattere di costanza dell'esclusione e con ciò la violazione del patto leonino. È stato infatti rilevato che il titolare dell'opzione di vendita nel periodo anteriore al decorso del termine è un socio ordinario che partecipa al rischio di impresa e che è dunque soggetto sia al rischio positivo di utili, sia al rischio di azzeramento del capitale o del fallimento della società<sup>540</sup>. Per contro, il patto per dirsi leonino richiederebbe un'esclusione del socio per tutta la durata della società, senza limiti temporali<sup>541</sup>.

L'opinione maggioritaria, per contro, considera costante l'esclusione ogniqualvolta essa non sia meramente provvisoria o circoscritta ai risultati di gestione prodotti in un certo lasso di tempo, ma si estenda a tutte le perdite (o gli utili) generati nel corso dell'intero periodo in cui il socio detiene la partecipazione<sup>542</sup>.

ii) Esonero dal divieto del socio privo di un potere di incisione sulla gestione

Secondo un orientamento dottrinale oggi abbastanza diffuso, se è vero che la *ratio* del divieto risiede nella garanzia di una corretta amministrazione della società, ne consegue che, qualora il socio escluso dagli utili o dalle perdite non abbia un reale potere di incidere sulla gestione, tale *ratio* non verrebbe compromessa da un patto che lo escluda dalla partecipazione al rischio di impresa. Nel caso di un socio che non partecipi alla gestione, dunque, potrebbe ammettersi una sua pur parziale

---

<sup>540</sup> GIAMPIERI, *op.cit.*, p. 309.

<sup>541</sup> Nella stessa logica sembrano porsi Trib. Milano n. 3696/2023, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it), e Trib. Milano 8273/2022, disponibile su [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it), ove si afferma che: *“La configurabilità della nullità della previsione che esclude in modo continuato ed assoluto uno dei soci dalla partecipazione alle perdite per violazione del divieto di patto leonino presuppone logicamente che la pattuizione sia adottata al momento della costituzione del rapporto sociale, così che al socio sia assicurata l'esenzione per tutta la sua durata dall'alea tipica dell'investimento nella società, in modo tale da alterare stabilmente la ripartizione del rischio di impresa fra i soci. In altri termini per poter avere l'effetto di alterare la causa del contratto sociale la previsione negoziale che realizza l'effetto vietato dall'art. 2265 c.c. deve essere contenuta nell'atto costitutivo, nello statuto o in un patto parasociale coevo all'acquisto della partecipazione. La pattuizione dell'opzione di vendita successiva contenuta in un contratto di compravendita fra soci si risolve, invece, in una comune vicenda circolatoria della partecipazione esterna al contratto sociale e inidonea ad alterarne la causa”*.

<sup>542</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1163-1164.

deresponsabilizzazione, senza pericolo di violazione del fine tutelato dall'art. 2265 c.c.<sup>543</sup>.

Più precisamente, secondo alcuni autori, affinché il patto sia legittimo, dovrebbe trattarsi di una esclusione di diritto dalla gestione, ovvero della esclusione convenzionale del socio finanziatore dall'esercizio del diritto di voto; secondo altri, invece, l'esclusione dalla gestione potrebbe essere verificata anche sulla base di circostanze di mero fatto, richiedendo quindi una verifica caso per caso<sup>544</sup>.

Secondo la prima tesi, andrebbe considerata legittima l'opzione *put*, sia statutaria che parasociale, assegnata ad un socio titolare di azioni prive di diritto di voto o con diritto di voto limitato a particolari materie nei limiti previsti per gli strumenti finanziari partecipativi. Ciò purché non venga contemporaneamente assegnato al socio escluso un potere interdittivo relativo a decisioni particolarmente importanti, quali la nomina e revoca della maggioranza degli amministratori<sup>545</sup>.

In dottrina, tuttavia, si è rilevato che la circoscrizione della portata del divieto di patto leonino ivi proposta non sarebbe in grado di venire incontro alle esigenze del socio finanziatore. La specifica finalità ed il più evidente vantaggio dell'assunzione di una partecipazione temporanea nella società da parte del socio finanziatore, infatti, consiste proprio nell'assicurargli un incisivo intervento e una costante *vigilanza* sulla gestione dell'ente finanziato. Per converso, qualora gli fosse inibito l'esercizio del voto, il socio finanziatore probabilmente si asterebbe dall'effettuare l'operazione in questione, decisamente più rischiosa rispetto alla conclusione di un normale contratto di credito<sup>546</sup>.

---

<sup>543</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 544. Nello stesso senso TORSELLO, *op.cit.*, p. 906 e 916; MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento*, cit., p. 779; PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1169.

<sup>544</sup> Sul punto vedi il successivo punto iii).

<sup>545</sup> DE LUCA, *Il socio "leone"*, cit., p. 97.

<sup>546</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 545. Nello stesso senso DE LUCA, *Il socio "leone"*, cit., p. 95, il quale trae questa conclusione dalla disciplina della cointeressenza impropria, fattispecie cui ipotizza una possibile riconduzione delle opzioni *put* a prezzo predefinito.

iii) Esonero dal divieto del socio di minoranza

Sull'onda dello stesso ragionamento di cui al punto precedente, una parte della dottrina è giunta a ritenere legittima l'esclusione dagli utili o dalle perdite della società di un socio detentore di una partecipazione minoritaria nella stessa. Il socio di minoranza, infatti, seppur provvisto del diritto di voto e dei poteri di vigilanza sulla gestione, non ha un peso determinante sulle decisioni amministrative<sup>547</sup>; pertanto, la sua esclusione dalle perdite sociali non potrebbe influenzare in maniera negativa la gestione della società.

Ai fini della liceità del patto parasociale di *put*, tuttavia, non basterebbe verificare che il socio finanziatore sia detentore di una partecipazione minoritaria, ma occorrerebbe effettuare anche un'indagine casistica che verifichi la sua effettiva estraneità alla gestione, ovvero l'esclusione di un ruolo decisivo da parte sua nella formazione di importanti decisioni gestorie<sup>548</sup>.

iv) Esonero dal divieto in presenza di altri elementi che ne preservino la *ratio*

Al di là dell'ipotesi del socio privo di diritto di voto o del socio di minoranza, più in generale, si è affermato che, per valutare la conformità di una clausola al precetto imperativo, si dovrebbe accertare il rispetto o meno da parte della stessa della *ratio* del divieto, secondo il brocardo "cessante razione legis, cessat et ipsa lex". Questa interpretazione consentirebbe di realizzare una riduzione teleologica della norma di legge, in base alla quale si potrebbe considerare legittimo il patto parasociale di esenzione dalle perdite e/o dagli utili quando sia comunque escluso che il socio leone sia incentivato ad un esercizio irresponsabile dei diritti sociali che possa incidere in maniera negativa sulla gestione.

In altri termini, mediante un'interpretazione teleologica dell'art. 2265 c.c. potrebbe riconoscersi la validità di quegli accordi parasociali che, pur esonerando

---

<sup>547</sup> In questo senso: SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 545 ss.; TERRANOVA, *op.cit.*, p. 836. In giurisprudenza si veda: Trib. Cagliari, 3 aprile 2008 in *Banca borsa tit. cred.* 2009, 6, II, 746.

<sup>548</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 546.

un socio dagli utili o dalle perdite di gestione, sono funzionali al perseguimento del buon andamento dell'attività sociale, in quanto il socio escluso trova *aliunde* gli incentivi a esercitare in modo responsabile i propri poteri<sup>549</sup>. Andrebbero quindi escluse dall'ambito di operatività del divieto le situazioni in cui l'efficiente esercizio delle prerogative sociali sia comunque garantito da altri elementi dell'accordo o del contesto in cui operano le parti<sup>550</sup>.

Sulla base delle argomentazioni riportate in questo paragrafo, punti ii), iii) e iv), la dottrina maggioritaria giunge a una relativizzazione della nullità del divieto<sup>551</sup>, riducendo il suo contenuto letterale sulla base della sua *ratio* e delle caratteristiche complessive dell'accordo stipulato tra le parti, da esaminare caso per caso. Contro questo approccio si è obiettato però che la nullità di cui all'art. 2265 c.c. riguarderebbe un vizio genetico del patto, da valutarsi in relazione alla situazione esistente al momento della sua conclusione; pertanto, non sarebbe corretto invocare una nullità sopravvenuta a seconda di come e se il socio minoritario si intromette nella gestione<sup>552</sup> o a seconda della presenza di altri elementi che possano preservare la *ratio* del divieto.

## **1.6. L'orientamento della giurisprudenza**

Per quanto riguarda l'individuazione della *ratio* e l'attribuzione di un carattere transtipico all'art. 2265 c.c., la giurisprudenza, sia di merito che di legittimità, appare oggi allineata in maniera sostanzialmente unanime con la posizione della dottrina maggioritaria esposta nei paragrafi precedenti.

In merito alla estensibilità dell'art. 2265 c.c. ai patti parasociali, invece, la varietà di opinioni sostenute dalla dottrina si ritrova anche nelle pronunce dei giudici di merito che, se in alcune occasioni hanno ammesso la legittimità delle

---

<sup>549</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1169.

<sup>550</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1169. Un esempio in tal senso è il caso di specie esaminato dalla Cassazione nella pronuncia del '94 di cui si è detto *supra*, p. 162.

<sup>551</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1306-1307.

<sup>552</sup> CADORIN, *op.cit.*, p. 142.

opzioni parasociali di *put*, in altre ne hanno sancito la nullità per contrasto con l'art. 2265 c.c.<sup>553</sup>. La sentenza della Cassazione del 1994, di cui si è dato conto *supra*<sup>554</sup> – chiamata a giudicare la validità di un patto parasociale di riacquisto - non è riuscita a porre fine alla diversità di indirizzi interpretativi sul punto, per cui la questione è stata sottoposta nuovamente alla Corte di Cassazione nel 2018<sup>555</sup>, che ha segnato un nuovo arresto sul tema.

Il giudizio cui la Corte viene chiamata in questa occasione ha ad oggetto la validità di un'opzione di *put* contenuta in un patto parasociale che assegna al socio detenente il 14,99% del capitale sociale, il diritto – a partire da una certa data - di vendere la propria partecipazione in cambio di una somma pari al prezzo di acquisto, maggiorata degli interessi e degli eventuali ulteriori versamenti eseguiti a patrimonio netto.

I giudici di legittimità concludono per la validità del patto leonino descritto, ribaltando così la decisione raggiunta nei primi due gradi di giudizio dal Tribunale e dalla Corte di Appello di Milano, attraverso un percorso argomentativo che appare utile riportare.

In primo luogo, la Corte condivide la *ratio* del divieto di cui all'art. 2265 c.c. individuata dalla dottrina dominante<sup>556</sup>. Sulla base di questo, essa afferma la transtipicità del divieto di cui all'art. 2265 c.c.: *“Se la societas è l'unione di più patrimoni, al fine del raggiungimento dello scopo comune di suddividere i risultati dell'intrapresa economica, si pone in contrasto con questa causa tipica la totale*

---

<sup>553</sup> Nel senso della validità dell'opzione di *put*: Trib. Milano 18 ottobre 2017, disponibile su [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it); Trib. Milano 13/09/2011 in *Riv. dir. Comm.* 2012, 3, II, p. 233 ss.

Nel senso della nullità: Trib. Roma, 5 luglio 2017, n. 13683; Corte di Appello di Milano 19 febbraio 2016 n. 636, disponibili su [www.dejure.it](http://www.dejure.it).

<sup>554</sup> Vedi capitolo 1, par. 1.3, lett. b).

<sup>555</sup> Cassazione n. 17498/2018, *cit.*

<sup>556</sup> *“La ratio del divieto di patto leonino risiede nel preservare la purezza della causa societatis, cui vanno ricondotte tutte quelle diffuse opinioni secondo cui una diversa regolamentazione, tale da escludere del tutto un socio dagli utili o dalle perdite, finirebbe per contrastare con il generale interesse alla corretta amministrazione delle società, inducendo il socio a disinteressarsi della proficua gestione e non prodigarsi per l'impresa, quando non, addirittura, a compiere attività "avventate" o "non corrette"”.*

*esclusione di uno o più soci - quali soggetti titolari di una quota del capitale sociale - da quei risultati*". Non vi è dubbio quindi per la Corte che la partecipazione ai risultati dell'impresa sia un elemento essenziale inviolabile di tutti i tipi societari, società di capitali incluse.

Quanto all'applicabilità ai patti parasociali, il ragionamento della Corte parte ancora una volta dalla ricostruzione della *ratio* di cui all'art. 2265 c.c.: *"La ratio del divieto va ricondotta ad una necessaria suddivisione dei risultati dell'impresa economica, quale tipicamente propria dell'intera compagine sociale e con rilievo reale verso l'ente collettivo; mentre nessun significato in tal senso potrà assumere il trasferimento del rischio puramente interno fra un socio e un altro socio o un terzo, allorchè non alteri la struttura e la funzione del contratto sociale, nè modifichi la posizione del socio in società, e dunque non abbia nessun effetto verso la società stessa ... e senza che neppure sia ravvisabile una frode alla legge ex art. 1344 cod. civ., la quale richiede il perseguimento del fine vietato da parte di un negozio che persegua proprio la funzione di eludere il precetto imperativo"*.

Secondo la pronuncia, pertanto, il patto parasociale esaminato, non riverberandosi sullo *status* di socio e non avendo come fine esclusivo l'elusione dell'art. 2265 c.c., non configura una violazione del divieto di patto leonino<sup>557</sup>.

Esclusa la nullità del patto per violazione diretta o indiretta dell'art. 2265 c.c., la Corte qualifica il patto come atipico e procede ad esaminare la meritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti ai sensi dell'art. 1322 c.c.<sup>558</sup>. La ragione pratica del meccanismo di *put* viene individuata nella finalità di finanziamento dell'impresa, la

---

<sup>557</sup> *"Nel negozio dai caratteri che si stanno esaminando, il socio finanziatore assume tutti i diritti e gli obblighi del suo status, ponendosi il meccanismo sul piano della circolazione delle azioni, piuttosto che su quello della ripartizione degli utili e delle perdite". Invero, "si assiste all'assoluta indifferenza della società alle vicende giuridiche che si attuano in conseguenza dell'esercizio di essa (dell'opzione di put), le quali restano neutrali ai fini della realizzazione della causa societaria"*.

<sup>558</sup> *"La clausola generale prevista dall'art. 1322 cod. civ. subordina i contratti non appartenenti ad una disciplina particolare alla verifica che essi siano "diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico": il contratto discende dall'esercizio dell'autonomia privata; tale esercizio è libero; il confine di questa libertà è nella meritevolezza degli interessi perseguiti"*.

cui *“meritevolezza è dimostrata dall'essere il finanziamento partecipativo correlato ad un'operazione strategica di potenziamento ed incremento del valore societario”*<sup>559</sup>.

L'opzione, inoltre - osserva la Corte - risulta funzionale al *“raggiungimento di un reciproco vantaggio sinallagmatico: da una parte, la partecipazione all'impresa con la remunerazione del conferimento e la fruizione di una garanzia dell'esborso, mediante il controllo sulla vita sociale e la possibilità di dismissione, attribuite al socio di minoranza; dall'altra, il reperimento di un finanziamento a condizioni più favorevoli, grazie alla contrazione del rischio per il creditore, dunque a tassi di regola inferiori e pure quando il sistema bancario non lo concederebbe, senza necessità di sottoporre i beni del patrimonio del finanziato a vincoli reali o di ricercare onerose garanzie personali”*.

A ulteriore sostegno della propria analisi la Corte rileva che l'interesse del socio titolare dell'opzione di *put* è pur sempre connesso *“al buon esito dell'andamento dell'impresa sociale”*. E infatti: *“Il finanziatore divenuto socio con clausola put ha un sicuro interesse a favorire le buone sorti della società e, con esse, del suo investimento: sia perchè ha eseguito il conferimento, avendo investito pur sempre nell'intento di moltiplicare il valore del proprio denaro e non soltanto di recuperarlo dopo un dato periodo di tempo, sia soprattutto perché il suo debitore proprio grazie al successo dell'impresa economica potrà, con assai maggiore probabilità, restituire l'importo pattuito: onde quel successo il socio finanziatore sarà portato, per definizione, a propiziare”*. In altre parole, *“il diritto di avere in restituzione il credito non azzerà l'interesse alla conservazione ed all'incremento del valore della partecipazione sociale”, “nè il creditore è indifferente alla composizione e all'entità del patrimonio del suo debitore”*.

Alla luce di questo ragionamento, la Corte afferma il seguente principio di diritto: *“E' lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di società*

---

<sup>559</sup> *“Nel momento della costituzione della società, o quando si intenda operarne il rilancio mediante una particolare operazione economica, il contributo di ulteriori capitali, rispetto a quelli disponibili per i soci che il progetto abbiano concepito, può divenire essenziale, anche quale condicio sine qua non del progetto imprenditoriale programmato”*.

*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".*

La sentenza esaminata non ha però messo d'accordo i giudici di merito, che se in alcuni casi si sono accodati al principio di diritto in essa stabilito<sup>560</sup>, in altri hanno continuato a dichiarare le opzioni *put* a prezzo predefinito nulle per contrasto col divieto di patto leonino<sup>561</sup>.

La Cassazione è stata quindi nuovamente chiamata a pronunciarsi sul punto nel 2021. Con questa pronuncia (la n. 27227 del 2021), la Corte ha confermato il principio di diritto espresso nella sentenza del 2018, ribadendo la necessità di una rilevanza reale del patto sull'organizzazione societaria o sulla posizione del socio verso la società per integrare la violazione del divieto di cui all'art. 2265 c.c. La vicenda sottoposta all'esame della Corte è in tutto simile a quella oggetto della pronuncia precedente, con la sola differenza che in questo caso il socio titolare dell'opzione *put* deteneva una partecipazione maggioritaria, non di minoranza.

---

<sup>560</sup> Trib. Roma 16/02/2022; Trib. Roma 8/11/2019, disponibili su [www.dejure.it](http://www.dejure.it); e Trib. Milano 8/05/2023, disponibile su [www.giuridprudenzadelleimprese.it](http://www.giuridprudenzadelleimprese.it).

<sup>561</sup> Trib. Milano 23/07/2020, n. 4628, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it). In questa pronuncia il Tribunale di Milano dichiara apertamente di non condividere l'orientamento del giudice di legittimità e di considerarlo poco coerente nella parte in cui esclude la violazione indiretta del patto leonino ex art. 1344 c.c. La meritevolezza dell'interesse realizzato dalla clausola può "salvare" la clausola – dice il Tribunale - solo là dove si tratti di un interesse alla buona gestione dell'impresa, che preservi la *ratio* efficientistica del divieto e assicuri il buon governo della società. Se l'esclusione del socio dal rischio di impresa non è controbilanciata da altri elementi che garantiscano il corretto esercizio dei poteri amministrativi, la clausola è invalida. Nel caso di specie, a parere del Tribunale, la clausola non soddisfa questa condizione: il titolare dell'opzione *put* è il socio di minoranza detenente il 10% del capitale della società, e avente altresì il diritto a nominare un membro del Cda, con conferimento a tale soggetto di poteri di delega per l'amministrazione ordinaria.

Una simile argomentazione si trova anche in una pronuncia della Corte di Appello di poco precedente (Corte di Appello di Milano 13/02/2020, n. 1195, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it)).

Secondo la sentenza, tuttavia, si tratta di un'evenienza che non incide sul ragionamento fatto, ma "che rafforza la funzione (di finanziamento) del patto"<sup>562</sup>.

## **CAPITOLO 2. LE AZIONI REDIMIBILI O RISCATTANDE**

### **2.1. Profili generali**

Quella delle azioni redimibili o riscattande, come è noto, è una categoria di azioni atipica caratterizzata dall'attribuzione di un diritto potestativo al riscatto della propria partecipazione, a una determinata scadenza, da parte della società o di un altro socio. Si tratta in sostanza di azioni caratterizzate da un'opzione di *put*, ovvero dal diritto di rivendere a una certa data la propria partecipazione alla società o agli altri soci, sui quali grava un obbligo di riacquisto<sup>563</sup>.

Il diritto di chiedere il riscatto della propria partecipazione da parte della società o di un altro socio è in grado di svolgere una importante funzione di incentivazione del finanziamento delle società, in quanto rappresenta una garanzia di uscita dall'investimento per il socio finanziatore. Il potenziale investitore di *venture capital*, infatti, è maggiormente propenso ad investire se sa di avere la possibilità di agevole smobilizzo della partecipazione sociale a determinate scadenze<sup>564</sup>.

Le azioni riscattande - si è detto - sono espressione di una partecipazione a tempo, contraddistinta da un affievolimento del rapporto associativo e da

---

<sup>562</sup> E' interessante osservare come, anche negli ordinamenti stranieri che prevedono (Francia) o prevedevano (Belgio) un divieto di patto leonino in tutto simile al nostro, la giurisprudenza di legittimità sia giunta allo stesso risultato di ammettere il patto di esclusione dalle perdite qualora esso realizzi una finalità di finanziamento. Per un'analisi comparatistica più dettagliata si veda TERRANOVA, *op.cit.*, 812 ss.

<sup>563</sup> COPPINI, *Dalle azioni riscattabili alle riscattande: i limiti all'autonomia privata nel riscatto azionario*, In *Quaderni DB sulle Massime e sugli Orientamenti di interesse notarile in materia di diritto societario*, a cura di Rescio, 2021, p. 71.

La fattispecie va tenuta ben distinta da quella delle azioni riscattabili di cui all'art. 2437 *sexies*, le quali non assegnano un diritto ma espongono piuttosto il loro titolare ad un potere di acquisto forzoso delle azioni spettante alla società o ai soci (diritto di *call*).

<sup>564</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 575.

un'accentuazione di quello di credito<sup>565</sup>. Esse realizzano sia l'interesse della società ad essere finanziata, sia l'interesse di chi intenda finanziare un programma aziendale attraverso l'acquisto di una partecipazione nella società, che gli consenta di avere un potere di controllo sull'attuazione delle iniziative e utilizzo delle risorse investite da parte della società finanziata<sup>566</sup>.

L'ammissibilità delle azioni riscattande nel nostro sistema, tuttavia, non è sempre stata pacifica e incontra ancora oggi alcuni limiti.

### **a) Obbligo di acquisto posto a carico di un socio**

Nel caso in cui l'obbligo di acquisto sia posto a carico di uno dei soci, i limiti di legalità della categoria di azioni redimibili sono sostanzialmente gli stessi che la dottrina maggioritaria ha individuato con riguardo alle opzioni di *put* di cui al capitolo precedente.

Un primo limite consisterebbe nella possibile violazione del divieto di patto leonino. Le condizioni di validità dell'opzione *put* statutaria rispetto all'art. 2265 c.c. dipenderebbero dunque, ancora una volta, dalle modalità di determinazione del prezzo ovvero dalle condizioni di esercizio dell'opzione.

Nel caso in cui i criteri di determinazione del valore del rimborso delle azioni redimibili vengano predeterminati in modo del tutto svincolato dall'andamento economico della società, vi è il rischio che la partecipazione risulti immune dagli utili e/o dalle perdite dell'impresa, creando quindi un contrasto con l'art. 2265 c.c.<sup>567</sup>.

---

<sup>565</sup> CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili*, cit., p. 1329.

<sup>566</sup> CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili*, cit., p. 1329.

<sup>567</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 578. In tal senso anche la massima n. 67 del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia, Prato: *“Lo statuto di una società per azioni può legittimamente creare categorie di azioni che incorporano il diritto ad ottenere il loro acquisto ad opera di altri soggetti (c.d. azioni riscattande)”* ... *Qualora onerati dell'acquisto siano i titolari di altre categorie di azioni, la legittimità della clausola presuppone che la determinazione del prezzo di vendita abbia luogo sulla base di parametri collegati – anche soltanto in parte (purché non irrisoria) – all'effettivo valore della società o, in alternativa, sia inferiore al prezzo di acquisto delle azioni; in caso di prezzo predeterminato a priori in una misura fissa, pari o superiore al prezzo di acquisto, la validità della previsione statutaria presuppone che il diritto al riscatto sia subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative”*.

Parimenti, se il prezzo di acquisto è fissato nello stesso ammontare pagato dal socio per l'acquisto della partecipazione sociale (o in un ammontare superiore) verrebbe snaturato il tipico carattere aleatorio dell'investimento azionario, esponendo la società a quei rischi di una non corretta amministrazione che il divieto di patto leonino mira a prevenire<sup>568</sup>. In quest'ultimo caso, dunque, la clausola sarebbe legittima solo in presenza di termini o condizioni non meramente potestative che rendano incerta la possibilità del socio riscattando di esercitare il potere di vendita, ovvero in caso di esclusione, di diritto o di fatto, del socio dalla gestione<sup>569</sup>. Per esempio, se i presupposti di esercizio del diritto potestativo sono ancorati a eventi vari che riguardano l'andamento della società (il raggiungimento o mancato raggiungimento di determinati obiettivi prefissati), o a situazioni riferibili ai suoi soci o circostanze esterne (ammissione alla quotazione o de-listing), si ritiene ammissibile la clausola statutaria<sup>570</sup>.

Nonostante la collocazione statutaria della clausola, cui consegue la sua opponibilità *erga omnes*, è da escludere che il socio che ha subito l'inadempimento possa fare valere la sua pretesa nei confronti della società. Da questo punto di vista, dunque, non vi sarebbero grosse differenze rispetto all'inserimento della clausola di *put* in un patto parasociale.

Secondo una parte della dottrina, vi sarebbe anche un secondo limite all'ammissibilità delle azioni redimibili, rappresentato dal rispetto del principio di equa valorizzazione della partecipazione.

I sostenitori di questa tesi osservano che nelle ipotesi legali che prevedono un diritto di *put* a favore di un socio (istituto delle azioni riscattabili *ex art. 2437 sexies c.c.*) il corrispettivo dell'acquisto deve essere determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso; criteri fissati dal legislatore al fine di assicurare che la

---

<sup>568</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito*, cit., p. 576. Così anche la massima n. 67 del Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia, Prato (vedi nota precedente).

<sup>569</sup> COPPINI, *op.cit.*, p. 77-78.

<sup>570</sup> Nello stesso senso AA.VV., *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*, in *Riv. notar.*, 2018, p. 673-674.

liquidazione della partecipazione avvenga ad un valore equo. Lo stesso dovrebbe quindi valere per le azioni redimibili<sup>571</sup>.

La deroga ai criteri legali di determinazione del valore di liquidazione della partecipazione è infatti ammessa in via statutaria solo se funzionale all'emersione del valore reale della partecipazione sociale del socio uscente<sup>572</sup>. Nel caso di criteri che non garantiscono questo risultato, il prezzo di riscatto andrebbe determinato secondo le modalità e la misura previste dall'art. 2437 *ter* c.c.<sup>573</sup>.

Sull'onda di questo ragionamento, considerata l'impossibilità di una valutazione prognostica che fissi *ex ante* con sicurezza un possibile valore equo della partecipazione, vi è chi ha escluso *in toto* l'ammissibilità di clausole statutarie che predeterminino il valore della partecipazione ai fini dell'esercizio dell'opzione di *put*<sup>574</sup>. Una predeterminazione *ex ante* non sarebbe infatti una sufficiente garanzia di equa valorizzazione per il socio uscente.

L'opinione contraria, invece, ritiene che nel caso delle azioni riscattande (all'opposto di quanto avviene per le azioni riscattabili), non essendovi una soggezione al potere di riscatto altrui, è possibile prevedere che il prezzo di vendita sia determinato in base a criteri peggiorativi rispetto alla valorizzazione di mercato e ai criteri di liquidazione applicabili in caso di recesso *ex artt.* 2437 *ter* e 2437 *quater* c.c.<sup>575</sup>

---

<sup>571</sup> NOTARI, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in AGE, 2021, p. 394 ss., il quale ritiene applicarsi alle azioni riscattande la stessa disciplina dettata per le azioni riscattabili *ex art.* 2437 *sexies* c.c. *Contra* CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, cit., p. 201, la quale non ritiene applicabile i criteri di cui all'art. 2437 *ter* c.c. alle azioni riscattande.

<sup>572</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 575.

<sup>573</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 581.

<sup>574</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 576. Così anche AA.VV., *Azioni riscattande*, cit., p. 671.

<sup>575</sup> CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili*, cit., p. 1330. Così anche ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 324; COPPINI, *op.cit.*, p. 68, il quale osserva come il titolare delle azioni riscattande non sia soggetto ad un potere altrui, ma è lui stesso a decidere se attivare l'opzione di vendita o meno; pertanto, in caso di prezzo svantaggioso, egli potrà semplicemente non esercitare il diritto assegnatogli.

Nello stesso senso anche la massima n. 67/2018 del Consiglio notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia, Prato secondo cui: *"Ai fini della validità delle azioni riscattande non*

## **b) Obbligo di acquisto posto a carico della società**

Nel sistema precedente alla riforma del diritto societario del 2003 la tassatività delle cause di recesso del socio precludeva, sia nella s.p.a. che nella s.r.l., l'attribuzione nell'atto costitutivo di un diritto potestativo del socio alla retrocessione alla società delle proprie azioni.

L'attuale disciplina normativa contenuta nell'art. 2437, quarto comma c.c., tuttavia, consente all'autonomia privata la facoltà di prevedere, quanto meno nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, "ulteriori cause di recesso"<sup>576</sup>. La dottrina ha quindi ormai ammesso nelle s.p.a. chiuse la creazione di una categoria di azioni atipica caratterizzata da un diritto potestativo al riscatto della partecipazione ad una certa scadenza da parte della società (diritto di *put*)<sup>577</sup>. Nelle società aperte vi sono invece maggiori dubbi circa la ammissibilità delle azioni riscattande, che potrebbero costituire uno strumento per prevedere ulteriori cause di recesso in contrasto alla disposizione citata<sup>578</sup>.

Nel caso delle s.r.l., invece, si è affermato che l'obbligo di riscatto può essere previsto solo se posto a carico dei soci, ma non se posto a carico della società, in virtù del divieto di acquisto di quote proprie di cui all'art. 2474 c.c.<sup>579</sup>. Oggi, tuttavia, il divieto in parola non si applica alle s.r.l. soggette alla disciplina di cui al d.l. n. 179/2012 "qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali". Nei limiti indicati dalla norma citata dovrebbe

---

*trovano applicazione i limiti previsti per la diversa categoria tipica delle azioni riscattabili (art. 2437-sexies c.c.); lo statuto potrà pertanto prevedere criteri di determinazione del prezzo di vendita più penalizzanti e termini di pagamento meno favorevoli rispetto a quelli indicati per la liquidazione della quota del socio receduto, ai sensi degli artt. 2437-ter e 2437-quater c.c."*

<sup>576</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 571; SZEGO, *Il venture capital*, cit., p. 10.

<sup>577</sup> Vedi SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 571. Nello stesso senso anche la massima n. 67 del Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia, Prato.

<sup>578</sup> COPPINI, *op.cit.*, p. 69.

<sup>579</sup> MALTONI, *Sulla riscattabilità delle quote di responsabilità limitata*, in *Società*, 2019, p. 149 ss.

quindi ammettersi anche nelle s.r.l. la previsione di un diritto potestativo al riscatto della partecipazione. Si discute inoltre se sia possibile per la società riscattare le quote per poi annullarle immediatamente, fermo il rispetto della disciplina sulla riduzione del capitale sociale<sup>580</sup>.

A prescindere dalle considerazioni che precedono, una parte della dottrina ritiene che il patto con cui la società si obbliga ad acquistare le azioni di un socio ad una certa scadenza e ad un prezzo garantito pari a quello pagato per l'acquisto sia nullo, in quanto renderebbe i titolari delle azioni redimibili creditori della società, con conseguente rimozione del vincolo di destinazione del conferimento e elusione della disciplina della riduzione reale del capitale sociale *ex art. 2445 c.c.*<sup>581</sup>.

Oltre al divieto di restituzione del conferimento, le azioni redimibili con diritto di vendita alla società a prezzo prefissato pari all'ammontare conferito si porrebbero in contrasto con la nozione di società delineata nell'art. 2247 c.c. e con il divieto di cui all'art. 2265 c.c. Il contrasto con queste disposizioni, infatti, si presenterebbe ogni qual volta risulti alterato il profilo causale della partecipazione, ovvero ogni qual volta la partecipazione si trasformi da investimento di rischio ad apporto di mero credito. Ammettere un diritto potestativo di riscatto così strutturato realizzerebbe una sostanziale sovrapposizione della medesima causa nelle diverse forme di investimento nella società per azioni<sup>582</sup>. Sia che si investa nella società attraverso l'acquisto di obbligazioni o altri strumenti finanziari, sia che si investa mediante l'acquisto di azioni, infatti, si avrebbe diritto alla restituzione di quanto investito. La partecipazione al rischio di impresa, di conseguenza, non farebbe più da scriminante tra le varie fattispecie.

In aggiunta, qualora il prezzo del riscatto sia pari al prezzo di acquisto della partecipazione (maggiorata degli interessi), si realizzerebbe un'inammissibile esclusione del socio dalle perdite e quindi dal rischio negativo di impresa,

---

<sup>580</sup> CIOCCA, MARASA', *Il trasferimento delle partecipazioni*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba, Marasà, I, Milano, 2020, p. 632.

<sup>581</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 577. Nello stesso senso DE LUCA, *Il socio "leone"*, cit., p. 89.

<sup>582</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 573.

costituente ancora una volta violazione sia dell'art. 2247 c.c., sia dell'art. 2265 c.c.; a nulla rilevando sotto questo aspetto il fatto che obbligato alla liquidazione sia la società e non un socio o un terzo<sup>583</sup>. I limiti di validità della fattispecie esaminata sarebbero quindi gli stessi di cui si è detto a proposito delle opzioni *put* con obbligo di acquisto in capo ad un socio.

Secondo altri autori, invece, nel caso in cui l'obbligo di acquisto gravi sulla società, non vi sarebbe il rischio di violazione del divieto di patto leonino, per cui le clausole sarebbero legittime<sup>584</sup>.

A sostegno di questa affermazione si osserva che alla fattispecie del riscatto delle azioni redimibili andrebbero applicati i limiti previsti per l'acquisto di azioni proprie di cui all'art. 2357 c.c., i quali rappresenterebbero un elemento di alea sufficiente ad escludere la totale sottrazione al rischio di impresa del socio titolare delle azioni riscattande e, con essa, la violazione dell'art. 2265 c.c.

Ai sensi dell'art. 2357 c.c., infatti, l'obbligo di rimborso della società non può avvenire "se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato". Il sistema del netto e la funzione vincolistica dei conferimenti, dunque, impedirebbero alla società di pagare il riscatto delle azioni redimibili in presenza di perdite che abbiano eroso utili e riserve disponibili. Di conseguenza, il pagamento del riscatto da parte della società potrebbe avvenire solo nel caso in cui nel patrimonio netto vi siano plusvalenze tali da rendere l'operazione effettivamente neutrale per i creditori<sup>585</sup>.

Ebbene, si è detto che la presenza di questo limite rende incerta la possibilità per il socio finanziatore di vendere le azioni allo specifico prezzo negoziato<sup>586</sup>. Dovendo il rimborso avvenire a spese della società, il socio resta esposto al rischio

---

<sup>583</sup> DE LUCA, *Il socio "leone"*, cit., p. 89.

<sup>584</sup> CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili*, cit., p. 1329.

<sup>585</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 577. Secondo AA.VV., *Azioni riscattande*, cit., p. 673, la clausola dovrebbe richiamare espressamente i limiti legali all'acquisto di azioni proprie come limiti all'esecuzione dell'obbligo di acquisto, in modo da evitare che sorgano questioni sul punto.

<sup>586</sup> AA.VV., *Azioni riscattande*, cit., p. 677. Nello stesso senso anche la massima n. 67/2018 del Consiglio notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia, Prato.

della mancanza di riserve disponibili al momento dell'esercizio del diritto, ovvero al rischio di non ottenere la restituzione dell'ammontare investito. Se la società fallisce, infatti, essa non sarà in grado di pagare alcun prezzo di riscatto. In questo caso, dunque, il socio finanziatore, seppur in maniera meno accentuata rispetto agli altri soci, parteciperebbe comunque al rischio di impresa, e non si potrebbe configurare il rischio di un patto leonino<sup>587</sup>. Egli, infatti, non potendo contare sulla certezza del rimborso, manterrebbe l'interesse al buon andamento dell'impresa. Il diritto di *put* assegnato mediante la creazione di azioni redimibili, pertanto, sarebbe valido sia nel caso di predeterminazione del prezzo in misura pari a quello d'acquisto, sia nel caso di previsione *ex ante* di un *floor* come prezzo cui la vendita deve avvenire.

Alcuni tra i sostenitori di questa posizione, tuttavia, hanno sottolineato che, anche in questo caso, vi è la necessità che il titolare delle azioni riscattande non sia del tutto deresponsabilizzato, occorrendo piuttosto bilanciare il potere di vendita *ad nutum* del socio finanziatore con una limitazione del suo diritto di voto; limitazione che sarebbe giustificata dalla prevalenza dello scopo di finanziamento rispetto a quello di carattere partecipativo dell'investimento<sup>588</sup>. In assenza di un simile correttivo, si è proposto di configurare a carico del socio titolare del diritto al riscatto, in virtù delle regole di buona fede e correttezza utilizzate in funzione integrativa, un dovere di protezione della posizione del soggetto obbligato al riscatto (società o altro socio), in modo da poter sanzionare, almeno sul piano risarcitorio, possibili comportamenti abusivi del soggetto finanziatore<sup>589</sup>.

Per quanto riguarda la posizione della giurisprudenza, seppure non risultino esservi sentenze che affrontino espressamente il tema della legittimità di azioni riscattande con prezzo predeterminato in un ammontare pari a quello versato dal socio per l'acquisto, può richiamarsi la sentenza della Cassazione n. 10583 del 2018. In questa pronuncia la Corte dichiara la nullità di una scrittura privata con la quale una s.r.l. riconosceva ad un socio il diritto di uscire dalla società ricevendo una

---

<sup>587</sup> COPPINI, *op.cit.*, p. 74. *Contra* Consiglio notarile di Roma, massima n.5 del 5 luglio 2016.

<sup>588</sup> CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili*, cit., p. 1329.

<sup>589</sup> Ancora CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili*, cit., p. 1329.

somma pari al conferimento da lui versato, comprensivo del valore nominale della partecipazione e del sovrapprezzo allora determinato. Nel motivare tale decisione la Corte afferma che un simile negozio *“non solo è da considerarsi privo di giusta causa, ma si pone in aperto contrasto con le norme imperative che regolano la materia delle società di capitali, normalmente inderogabili nel loro contenuto precettivo”*. Esso, infatti, consentirebbe al socio di *“liberarsi del rischio di impresa assunto con la sottoscrizione del capitale, in ciò intaccando la stessa ragion d’essere del contratto di società (art. 2247 c.c.)”*. Per contro, *“in materia societaria, è da considerare nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite. La disposizione di cui all’art. 2265 c.c., valevole per ogni tipo di società, impone il divieto del cd. patto leonino, vale a dire di quel patto che consente ad uno o più soci di prevaricare gli altri, escludendoli dagli utili o dalle perdite. La nullità del patto leonino è quindi connessa alla natura dell’attività economica svolta dalla società e allo scopo comune perseguito dai soci. Conseguentemente, un patto che consente al socio di recedere dalla società ottenendo in restituzione il conferimento in conto capitale versato tradisce, in egual modo, la ragion d’essere del contratto di società”*.

*“La definitiva aggregazione al patrimonio netto dell’ente - dotato per tale via di ulteriori mezzi propri di cui poter disporre evidentemente non sarebbe possibile se l’acquisizione delle somme erogate fosse bilanciata, al passivo, da debiti per restituzione di pari importo in favore dei soci. Pertanto, i soci possono chiedere la restituzione delle somme versate solo per effetto dello scioglimento della società e nei limiti dell’eventuale residuo attivo del bilancio di liquidazione (quindi, dopo la liquidazione di tutte le passività sociali)”*.

La sentenza risulta particolarmente interessante per due motivi.

*In primis* essa chiarisce che *“il socio di una società a responsabilità limitata non potrebbe mai vantare un diritto di restituzione del conferimento in conto capitale versato al tempo della sottoscrizione della partecipazione sociale, posto che il conferimento fa parte del capitale di rischio della società e non costituisce un finanziamento su cui il socio può vantare un diritto di restituzione.”*

In secondo luogo, appare rilevante porre l'accento sulla fattispecie oggetto della pronuncia. Non si tratta infatti della legittimità di una clausola statutaria con cui viene creata una categoria azionaria che assegna un diritto speciale al suo titolare con efficacia reale; ma piuttosto di un patto tra la società e un singolo socio, non contenuto nello statuto (quindi parasociale), avente efficacia meramente obbligatoria, che viene qualificato come ricognizione di debito della società nei confronti del socio. Nonostante la natura extrastatutaria di questo patto, la Corte ne sancisce la nullità in virtù sia dell'art. 2247 c.c., sia dell'art. 2265 c.c. ritenuto applicabile anche alle società di capitali<sup>590</sup>.

La sentenza non pare in ogni caso smentire l'orientamento dottrinale sopra esposto che ammette la legittimità delle clausole redimibili a patto che si applichino le condizioni di cui all'art. 2357 c.c.

### **CAPITOLO 3. LE CLAUSOLE DI DRAG-ALONG**

#### **3.1. Profili generali**

Le clausole di *drag-along* o di trascinamento, come è noto, sono quelle clausole che conferiscono ad un socio (trascinante) - solitamente il socio di maggioranza - il potere di vendere ad un terzo, assieme alla propria partecipazione, anche la partecipazione degli altri soci (trascinati) - solitamente soci di minoranza - secondo gli stessi termini contrattuali e al medesimo prezzo *pro quota*. Spesso questo diritto si trova accompagnato da un diritto di prelazione a favore dei soci soggetti al trascinamento, che consente loro di sottrarsi alla vendita forzata acquistando la partecipazione del socio trascinante al posto del terzo alle stesse condizioni che erano state pattuite con quest'ultimo.

---

<sup>590</sup> È interessante porre a confronto la sentenza qui esaminata con quella relativa alla legittimità dell'opzione *put* pronunciata nello stesso anno di cui si è dato conto *supra*, in questa sezione, capitolo 1, par. 1.6. (Cass. 17498/2018). In tale occasione la Corte, come si è visto, ha negato la possibile violazione degli artt. 2247 c.c. e 2265 c.c. rispetto ad accordi tra soci (non tra socio e società come nel caso di specie) contenuti in patti parasociali, in quanto tali non aventi efficacia reale sull'organizzazione.

Le clausole di *drag-along* sono particolarmente utili nei contratti di investimento di *venture capital*: esse favoriscono l'*exit* del *venture capitalist* dalla società, consentendogli di soddisfare gli accordi di investimento assunti con i propri investitori, ovvero con gli investitori del fondo di *venture*<sup>591</sup>. Nei contratti di investimento, il diritto di trascinarsi è dunque assai di frequente assegnato a favore del socio finanziatore di *venture*<sup>592</sup>.

La clausola si considera realizzare gli interessi di entrambe le parti (socio finanziatore e socio imprenditore)<sup>593</sup>.

Dal lato del socio finanziatore, la clausola rende più appetibile (e quindi più facile) la cessione della sua partecipazione, potendo egli offrire al terzo acquirente l'intera società<sup>594</sup>. Se oggetto di acquisto è l'intera società, infatti, il potenziale acquirente sarà disposto a pagare di più ogni singola quota o azione perché non deve sopportare il rischio di un eventuale ostruzionismo da parte degli altri soci, ai quali spesso nelle società finanziate da *venture capital* sono attribuiti diritti di veto, o comunque sono previsti *quorum* assembleari particolarmente elevati per determinate materie<sup>595</sup>. Per contro, se l'acquirente non riesce ad acquistare una partecipazione totalitaria, egli dovrà fare i conti con l'incognita, e quindi con i potenziali rischi, della coabitazione con una minoranza estranea e potenzialmente

---

<sup>591</sup> DE MATTEIS, *La clausola di trascinarsi inserita nello statuto di società a responsabilità limitata e criteri redazionali*, in *Giur. Comm.*, 4, 2017, p. 640. Vedi anche Lodo arbitrale 29 luglio 2008, in *BBTC*, 2009, II, p. 493 ss., ove si rileva che il potere di forzare la co-vendita "è una condizione essenziale per operatori - quali *merchant bankers* o *private equity funds* - per avere la certezza di non rimanere vincolati indefinitamente ad un determinato investimento e di poterne uscire comunque a un valore di mercato".

<sup>592</sup> FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. Comm.*, 5, 2009, p. 1036.

<sup>593</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io: no tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinarsi*, in *AGE*, 2021, p. 330.

<sup>594</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 641.

<sup>595</sup> FABBRINI, *op.cit.*, p. 1036. Similmente la Massima n. 7 del Consiglio Notarile di Roma, secondo cui la clausola consente al socio di maggioranza di valorizzare la propria partecipazione là dove lo statuto preveda particolari diritti di *voice* a favore del socio di minoranza, i quali rendono meno appetibile l'acquisto della sola partecipazione di maggioranza.

ostile; con la conseguenza che sarà disposto ad acquistare la partecipazione solo a condizioni sensibilmente peggiori<sup>596</sup>.

La clausola di trascinamento, inoltre, assicura il socio trascicante di maggioranza contro il rischio di ricevere un'offerta estremamente vantaggiosa avente ad oggetto l'intera società e di non poterla accettare per via dell'opposizione opportunistica o ricattatoria del socio di minoranza (c.d. *hold-up risk*)<sup>597</sup>. Il rischio di opportunismo è più accentuato quando il socio minoritario trae dalla partecipazione in società benefici che prescindono dal valore della partecipazione: il caso tipico è quello del socio imprenditore che nelle operazioni di *venture capital* ha spesso con la società un rapporto di lavoro o di amministrazione che non vuole perdere a causa del cambio del controllo<sup>598</sup>.

Dal lato del socio trascinato, invece, si afferma che il meccanismo del trascinamento gli consente - nel caso in cui si tratti del socio di minoranza - di condividere con il socio di maggioranza il premio di controllo, ovvero quella parte di prezzo che l'acquirente è disposto a pagare in più per ottenere il controllo della società e che di regola spetta al solo socio che detiene il controllo. Poiché la vendita forzata deve avvenire alle stesse condizioni per trascicante e trascinato, infatti, quest'ultimo riceve per ogni azione lo stesso prezzo unitario che riceve il socio di maggioranza<sup>599</sup>. La clausola *de qua*, inoltre, permette al socio che subisce il

---

<sup>596</sup> MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, in AA.VV., *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989*, a cura di Crivellaro, Milano, 2017, p. 216.

<sup>597</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 343. Nello stesso senso anche ANGELICI, *op.cit.*, p. 4, secondo cui i soci che non sono titolari del potere di trasferimento possono adottare comportamenti di *hold-outs* o *free ridings*, incidendo sui vantaggi attesi dall'acquirente e in tal modo sulla praticabilità e convenienza dell'operazione.

<sup>598</sup> STABILINI, TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. Comm.*, 2010, p. 964.

<sup>599</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 641; CIOCCA, MARASA', *op.cit.*, p. 627 ss. Qualora il socio trascicante sia il socio di minoranza, tuttavia, questo vantaggio non sussiste. Al contrario è il socio trascicante che godrebbe dell'aumento di prezzo conseguente alla cessione del pacchetto di controllo.

trascinamento di evitare la convivenza con un nuovo socio non gradito e di non rimanere imprigionato nella società<sup>600</sup>.

Da quanto detto risulta quindi che, in linea di principio, le clausole di trascinamento assicurerebbero un allineamento di interessi tra trascinante e trascinato: poiché la vendita deve avvenire alle stesse condizioni, maggiore è il prezzo concordato, maggiore è il beneficio che i soci possono ricavare. Sia il socio che aziona il diritto di *drag-along*, sia quello (o quelli) che subiscono il suo esercizio hanno un interesse alla massimizzazione del corrispettivo di vendita<sup>601</sup>.

Si è tuttavia parimenti osservato che non sempre la clausola di trascinamento si rivela così vantaggiosa per il socio trascinato, il quale è esposto al rischio che la sua partecipazione venga liquidata prematuramente, ovvero prima che sia stato raggiunto il livello massimo dei profitti ricavabili dall'investimento (*optimal timing*)<sup>602</sup>. L'interesse al disinvestimento del *venture capitalist*, infatti, è spesso dettato dalla programmazione della durata del fondo, non dalla convenienza economica della dismissione, per cui egli potrebbe decidere di esercitare il potere di trascinamento anche quando le condizioni di vendita non siano ottimali. Nonostante ciò, il socio imprenditore è spesso disposto ad accettare questa pattuizione in quanto, in assenza della concessione di una simile garanzia di *exit*, non è detto che l'investitore sia disposto ad investire. Per il socio trascinato, dunque, la clausola di trascinamento rappresenterebbe il prezzo del finanziamento ricevuto, ovvero il prezzo pagato in cambio di altre concessioni da parte del *venture capitalist*<sup>603</sup>.

Mentre un tempo le clausole di *drag-along* venivano stipulate prevalentemente nell'ambito di patti parasociali, oggi sono diffuse soprattutto all'interno degli statuti. L'inserimento nello statuto, come è noto, presenta alcuni vantaggi rispetto alla collocazione parasociale quali l'opponibilità della clausola non

---

<sup>600</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 641.

<sup>601</sup> CIOCCA, MARASA', *op.cit.*, p. 627. Resta salvo il limite della frode o di vantaggi che il socio trascinante possa ottenere mediante strumenti diversi dal contratto di cessione.

<sup>602</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 343.

<sup>603</sup> STABILINI, TRAPANI, *op.cit.*, p. 965-966.

solo agli originari stipulanti ma anche ai loro aventi causa e l'assenza del limite di durata quinquennale di cui alle ipotesi previste dall'art. 2341 bis c.c.<sup>604</sup>

Le clausole di trascinamento aventi collocazione statutaria, tuttavia, hanno suscitato dei dubbi circa la loro validità<sup>605</sup>; dubbi che non sono invece sorti in caso di collocazione extra-statutaria. Di seguito si esporranno i principali.

### 3.2. Profili di nullità

Per quanto riguarda le s.p.a., un primo possibile profilo di illegittimità delle clausole di *drag-along* statutarie è stato individuato nella violazione del principio di uguaglianza delle azioni ex art. 2348 c.c., principio inviolabile in quanto qualificante del tipo azionario.

Per sfuggire a questa causa di nullità, si è suggerito di formulare la clausola in modo impersonale e astratto, stabilendo che il diritto di trascinamento non spetti ad un socio nominativamente individuato ma a chiunque, nel corso della vita della società, si ritrovi nella posizione di detenere una certa quota di capitale sociale, cui è ricollegata l'attivazione del potere di *drag-along*<sup>606</sup>. Questa soluzione tuttavia - si è osservato - nell'ambito dei contratti di *venture capital* che mirano specificamente ad agevolare l'*exit* del socio di natura finanziaria potrebbe disincentivare l'inserimento della clausola nello statuto, qualora il socio di *venture* sia titolare di una partecipazione inferiore a quella richiesta dalla clausola<sup>607</sup>.

Altra soluzione che è stata ipotizzata per ovviare al pericolo di violazione dell'art. 2348 c.c. è quella di creare una categoria speciale di azioni dotate del diritto

---

<sup>604</sup> In questo senso la motivazione della massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano.

<sup>605</sup> Finché inserite in patti parasociali, le clausole non hanno sollevato problemi di compatibilità con il nostro ordinamento. Così SBISA', *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag-along)*, in *Contratto e impresa*, 2015, p. 628. Per un esame più dettagliato di questo aspetto si veda ANGELICI, *op.cit.*, p. 4 ss.; FABBRINI, *op.cit.*, p. 1045-1046; NOTARI, *Exit forzato*, cit., p. 390.

<sup>606</sup> MAZZONI, *op.cit.*, p. 222.

<sup>607</sup> FABBRINI, *op.cit.*, p. 1039.

speciale di poter trascinare nella vendita anche la partecipazione degli altri azionisti<sup>608</sup>.

Per quanto riguarda le s.r.l., invece, si è ipotizzata la riconducibilità delle clausole di trascinamento all'art. 2468, terzo comma c.c., il quale consente di attribuire a singoli soci diritti particolari "riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili"<sup>609</sup>. Taluni autori ritengono però che il diritto di *drag-along* non possa rientrare in nessuno dei due profili menzionati dalla disposizione<sup>610</sup>, per cui si dovrebbe ricorrere anche qui ad una formulazione impersonale della clausola, ovvero alla creazione di una categoria di quote, oggi possibile per le s.r.l. soggette al d.l. n. 179/2012.

Un secondo profilo di nullità radicale delle clausole di trascinamento è stato individuato nella tutela privatistica del diritto di proprietà, la quale non ammetterebbe un patto in forza del quale un soggetto possa in modo del tutto discrezionale disporre di un bene di proprietà altrui, senza alcuna forma di tutela per il soggetto che subisce l'espropriazione. Una limitazione simile del diritto di proprietà - si è detto - sarebbe legittima solo in presenza di condizioni aggiuntive che impediscano che l'esercizio di tale potere discrezionale si traduca nell'abusiva estromissione del socio trascinato da parte del socio trascinante<sup>611</sup>. In assenza di queste condizioni, la clausola sarebbe nulla<sup>612</sup>.

La fondatezza di questa argomentazione è stata tuttavia contestata. Posto infatti che sembrerebbe del tutto legittimo un patto con cui uno dei comproprietari affida ad un altro il compito di vendere la cosa comune al prezzo che questi ritenga congruo per l'intero, ovvero <<al meglio>>, una parte della dottrina ha obiettato che lo stesso dovrebbe valere nel caso del trascinamento<sup>613</sup>.

---

<sup>608</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 644; MAZZONI, *op.cit.*, p. 223.

<sup>609</sup> FABBRINI, *op.cit.*, nota 21.

<sup>610</sup> In questo senso DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 645.

<sup>611</sup> In questo senso vedi la massima n. 7 del Consiglio Notarile di Roma. Similmente Trib. Milano, 31 marzo 2008, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it).

<sup>612</sup> Critico MAZZONI, *op.cit.*, p. 224-225.

<sup>613</sup> MAZZONI, *op.cit.*, p. 224-225; D'ALESSANDRO C., *Patti di <<co-vendita>> (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. Civ.*, 2010, p. 411.

In secondo luogo, si è negato che quello del socio trascicante sia un potere del tutto arbitrario e insindacabile<sup>614</sup>. Il potere di co-vendita è infatti subordinato al ricorrere di una circostanza obiettiva, rappresentata dal ricevimento dell'offerta del terzo che abbia ad oggetto la totalità del capitale della società. Si tratterebbe dunque di un diritto sottoposto a una condizione oggettiva, eventuale ed incerta, posta al di fuori del controllo dei soci, che farebbe sì che il potere del trascicante non sia del tutto discrezionale<sup>615</sup>.

Si è altresì avanzata la tesi della nullità della clausola in ragione del divieto nelle società di capitali di prevedere obbligazioni dei soci ulteriori rispetto a quella del conferimento. La tesi non ha trovato però grande seguito<sup>616</sup>.

### **3.3. Condizioni di validità**

#### **3.3.1. Il principio di equa valorizzazione**

Secondo una parte della dottrina, la validità della clausola di *drag-along* è subordinata al rispetto di un criterio di equa valorizzazione della partecipazione, che consenta di determinare il valore delle azioni o quote in misura almeno pari a quella che si avrebbe applicando i principi dettati in materia di recesso dall'art. 2437 *ter* c.c. per le s.p.a, o dall'art. 2473 c.c. per le s.r.l.<sup>617</sup>. Nello stesso senso è oggi orientata anche la giurisprudenza<sup>618</sup>.

---

<sup>614</sup> MAZZONI, *op.cit.*, p. 225.

<sup>615</sup> FABBRINI, *op.cit.*, p. 1040-1041.

<sup>616</sup> ANGELICI, *op.cit.*, p. 40. In senso contrario tra i tanti MAZZONI, *op.cit.*, p. 227 ss.; e SBISA', *Dialogo con la giurisprudenza*, cit., p. 630, il quale afferma che l'assunto che il contratto di società non possa contenere obblighi ulteriori rispetto a quello del conferimento è smentito proprio dall'art. 2355 bis c.c.: i limiti statuari alla circolazione delle azioni implicano infatti obbligazioni ulteriori per i soci.

<sup>617</sup> DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in Notariato, 2009, p. 166; NOTARI, *Exit forzato*, *op.cit.*, p. 394 ss.; Massima n. 88 del Consiglio notarile di Milano del 22 novembre 2005.

In senso contrario DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag-along")*, in *BBTC*, 2009, p. 182; MAZZONI, *op.cit.*, p. 236-237. Quest'ultimo, tuttavia, in precedenza (Lodo arbitrale 27 luglio 2008) era giunto ad una diversa conclusione.

<sup>618</sup> Trib. Milano, 1 aprile 2008; Trib. Milano 22 dicembre 2014, disponibili su *www.dejure.it*.

Secondo questa tesi, nel nostro sistema societario vi sarebbe un principio inderogabile a norma del quale, in caso di dismissione forzata della partecipazione di un socio ovvero di perdita forzata della qualità di socio, questi non può essere obbligato all'*exit* se non gli viene assegnato un congruo valore per la sua partecipazione<sup>619</sup>.

Il principio di equa valorizzazione viene ricavato da diversi istituti del nostro ordinamento, quali il recesso, il riscatto di azioni, l'esclusione del socio per giusta causa nelle s.r.l., nei quali, a fronte della dismissione della partecipazione di un socio a seguito di una decisione della maggioranza, il codice impone l'obbligo di liquidazione di quella partecipazione secondo i criteri stabiliti per il recesso dall'art. 2437 *ter* c.c. (o dall'art. 2473 per le s.r.l.).

La *ratio* di questo principio – che non viene esteso ai patti parasociali – è stata individuata in un'esigenza di tutela del socio debole rispetto alla decisione altrui: il principio svolgerebbe una funzione garantista e anti-espropriativa, così che il socio trascinato (debole) non subisca decisioni altrui che possano incidere negativamente sulla sua posizione patrimoniale<sup>620</sup>. Secondo alcuni autori, il principio avrebbe anche un'ulteriore finalità, ovvero quella di evitare che le azioni di una società per azioni possano circolare gravate dal rischio di essere espropriabili a valori iniqui, con l'effetto di disincentivare l'investimento azionario e in generale la circolazione delle partecipazioni; argomento che spiegherebbe perché il principio venga in genere applicato unicamente ai patti statutari e sia ritenuto non rinunciabile dalle parti in quella sede<sup>621</sup>.

Quanto alle conseguenze della mancata previsione nella clausola di trascinamento di criteri di liquidazione che assicurino l'equa valorizzazione della partecipazione del soggetto trascinato in dottrina si distinguono diversi orientamenti.

---

<sup>619</sup> SBISA', *Dialogo con la giurisprudenza*, cit., p. 643; NOTARI, *Exit forzato*, cit., p. 397-398.

<sup>620</sup> MALTESE, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, in *Giur. Comm.*, 6, 2022, p. 1073.

<sup>621</sup> NOTARI, *Exit forzato*, cit., p. 390-391.

Secondo l'orientamento più severo, la mancanza di un meccanismo di liquidazione equo all'interno della clausola determinerebbe automaticamente la sua nullità<sup>622</sup>.

Secondo un altro orientamento, invece, pur in assenza di un simile meccanismo, la clausola rimarrebbe in astratto valida e bisognerebbe guardare alla sua concreta esecuzione, verificando se il prezzo del trascinamento sia nei fatti realmente inferiore al valore ottenibile utilizzando i criteri dell'art. 2437 *ter* o meno. Solo l'esercizio concreto del trascinamento potrebbe quindi essere colpito da nullità, e non la clausola *ex ante*<sup>623</sup>.

Una terza ipotesi è quella di applicare l'art. 1419, comma 2, integrando di diritto la clausola priva di un criterio di equa valorizzazione con il meccanismo di liquidazione legale avente carattere imperativo<sup>624</sup>. La sostituzione automatica della clausola con la norma imperativa potrebbe inoltre aversi - in virtù del combinato disposto degli artt. 1339 e 1419, comma 2, c.c. - qualora la clausola in oggetto contenga dei criteri di liquidazione in contrasto con quelli consentiti dalla disciplina del recesso (art. 2437 *ter*, comma 4, c.c.)<sup>625</sup>.

#### **a) L'assimilazione all'istituto del riscatto**

Tra le varie ipotesi di liquidazione forzata della partecipazione di un socio previste dal codice, quella che si ritiene avvicinarsi di più al trascinamento è la

---

<sup>622</sup> Così Trib. Milano 22 dicembre 2014, *cit.*, il quale, in virtù della mancata previsione di meccanismi di equa valorizzazione delle quote, rigetta la richiesta di autorizzazione all'iscrizione di una delibera statutaria presa a maggioranza, contenente una clausola di prelazione e di trascinamento.

Nello stesso senso la Massima n. 7 del Consiglio Notarile di Roma, secondo cui la clausola è valida solo se prevede l'obbligo di vendere ad un prezzo non inferiore a quello che spetterebbe in caso di recesso, oppure se prevede il diritto di recesso nel caso in cui il prezzo risulti nel caso concreto.

<sup>623</sup> In questo secondo senso MAZZONI, *op.cit.*, p. 239.

<sup>624</sup> CIOCCA, MARASA', *op.cit.*, p. 673; NOTARI, *Exit forzato*, *cit.*, p. 402. Nello stesso senso MAZZONI, *op.cit.*, p. 239, il quale osserva che l'applicabilità di una norma imperativa non può certo dipendere dal suo richiamo o meno in statuto.

<sup>625</sup> NOTARI, *Exit forzato*, *cit.*, p. 403.

fattispecie delle azioni riscattabili di cui all'art. 2437 *sexies* c.c.<sup>626</sup>, ovvero delle "azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci". Ebbene, poiché il codice prevede che in tale fattispecie il riscatto debba avvenire nel rispetto dei criteri di liquidazione fissati dall'art. 2437 *ter* c.c., si è affermato che lo stesso debba implicitamente valere anche per il diritto di trascinarsi. In entrambe le fattispecie, infatti, si ha la soggezione di un socio ad un diritto di acquisto da parte di un altro soggetto; soggezione che richiederebbe lo stesso tipo di protezione per il socio costretto alla dismissione.

Nonostante l'istituto delle azioni riscattabili non sia espressamente previsto per le s.r.l., la possibilità di creare una categoria di quote riscattabili è considerata ammissibile anche in questo tipo di società, purché il potere di acquisto sia previsto a favore dei soci e non della società<sup>627</sup>. Si considera inoltre ammissibile l'assegnazione di un potere di riscatto ad un socio quale diritto particolare *ex art.* 2468 c.c. Anche per le s.r.l., dunque, sarebbe possibile assimilare le clausole di trascinarsi a quelle di riscatto, con la conseguente applicazione del limite della equa valorizzazione della quota<sup>628</sup>. In alternativa, l'esistenza di un principio

---

<sup>626</sup> In questo senso DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *BBTC*, p. 71. In giurisprudenza: Trib. Milano, 25 marzo 2011, disponibile su *www.dejure.it*.

È interessante osservare che l'art. 2437 *sexies* c.c. rinvia ai criteri di liquidazione previsti per il recesso non per tutte le ipotesi di riscatto di azioni, ma solo quando la previsione è contenuta nello statuto della società: "Le disposizioni degli articoli 2437 *ter* e 2437 *quater* si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o categorie di azioni per le quali *lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci*". Come rilevato da ANGELICI, *op.cit.*, p. 17, dunque, gli interessi patrimoniali dell'azionista sono tutelati solo nel quadro di interessi societario e non sul piano dei rapporti interindividuali tra i soci.

<sup>627</sup> Restano infatti fermi i limiti all'acquisto di partecipazioni proprie *ex art.* 2474 c.c. di cui si è detto *supra*. In questo senso vedi CIOCCA, *MARASA*, *op.cit.*, p. 632; MALTONI, *op.cit.*, p. 149.

<sup>628</sup> Secondo MALTONI, *op.cit.*, p. 155, qualora la posizione di soggezione al riscatto sia assegnata ad un singolo socio che l'ha personalmente accettata, e non possa essere trasmessa ad altri, il diritto all'equa valorizzazione non va considerato indisponibile. I criteri legali andrebbero considerati inderogabili solo se la riscattabilità sia introdotta in statuto a maggioranza e vincoli indifferentemente i soci presenti e futuri.

inderogabile di equa valorizzazione per le s.r.l. viene ricavato dalla disciplina dell'esclusione del socio di cui all'art. 2473-bis c.c.<sup>629</sup>.

La tesi che ricava dall'istituto delle azioni riscattabili la necessità di rispettare il principio di equa valorizzazione quale condizione di validità della clausola di trascinamento ha incontrato tuttavia alcune obiezioni.

In primo luogo, alcuni autori negano in generale l'esistenza di un principio di equa valorizzazione della partecipazione<sup>630</sup>. Essa si baserebbe infatti "sul raccordo di una congerie di disposizioni" ma non sarebbe dimostrata da "alcuna seria giustificazione economica"<sup>631</sup>.

In secondo luogo, si è detto che, anche ammesso che questo principio esista, del tutto ingiustificata sarebbe la sua applicazione a situazioni in cui a negoziare sono stati soggetti sofisticati e quindi perfettamente in grado di curare al meglio i propri interessi e di comprendere le implicazioni delle scelte effettuate<sup>632</sup>.

Diversi autori, inoltre, sottolineano le molteplici differenze tra la fattispecie del riscatto e quella del trascinamento, negando conseguentemente la possibilità di

---

<sup>629</sup> DE MATTEIS, *op.cit.* p. 650. Ma vedi ancora MALTONI, *op.cit.*, p. 155.

<sup>630</sup> GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *BBTC*, 4, 2009, p. 525; D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 410, per il quale "che un siffatto principio generale non sussista è dimostrato dalla disciplina della ricostituzione del capitale per perdite. Su questo terreno, è tradizionalmente ammesso infatti che il socio il quale rinunci (perché <<non possa>> o perché <<non voglia>>) a sottoscrivere la ricostituzione del capitale resti estromesso dalla società e perda pertanto il residuo valore (corrispondente alle eventuali riserve latenti) ancora attribuibili alla sua partecipazione". Dubita dell'esistenza di un simile principio anche MALTESE, *op.cit.*, p. 1064 ss., secondo cui l'esistenza di un principio di equa valorizzazione si fonderebbe "sull'idea, tutta da dimostrare, che l'ordinamento sappia sempre e comunque quale sia il miglior assetto di interessi per le parti; ed il cui effetto è quello di introdurre una rigidità ordinamentale in grado di irrompere sulla scena contrattuale e sconvolgere le determinazioni dei privati, mettendo a rischio tutta una serie di accordi che potrebbero aumentare il benessere collettivo".

<sup>631</sup> MALTESE, *op.cit.*, p. 1074. Secondo l'autore il ragionare per principi tipico di una certa dottrina porta a tradire lo spirito della riforma del diritto societario, irrigidendo il sistema del diritto delle società di capitali e impedendo di assecondare i *desiderata* delle parti.

<sup>632</sup> MALTESE, *op.cit.*, p. 1074 ss.

applicare analogicamente la disciplina di cui all'art. 2437 *sexies* c.c. alle clausole di *drag-along*<sup>633</sup>.

Un primo profilo di distinzione tra le due fattispecie è stato individuato nella natura degli interessi di cui sono portatori i soci nei due istituti. Nel riscatto, il socio (o la società) che esercita il riscatto e il socio che lo subisce hanno interessi contrapposti: il primo ha interesse a pagare la partecipazione il meno possibile, il secondo a vedersi corrispondere il maggior prezzo. Nel trascinamento, invece, i soci coinvolti nella cessione hanno il medesimo interesse ad ottenere il corrispettivo più alto per la vendita; entrambi rivestono infatti nei confronti del terzo acquirente la posizione di venditori ed entrambi escono dalla società mediante l'operazione di co-vendita<sup>634</sup>. Le esigenze di protezione del socio riscattato e del socio trascinato sarebbero dunque diverse.

Un secondo elemento distintivo tra riscatto e trascinamento risiede nel coinvolgimento nel meccanismo del *drag-along* di un soggetto terzo; coinvolgimento che è invece assente nel riscatto, ove acquirente è la società o un socio di questa. La presenza del terzo potenziale acquirente farebbe sì che la formazione del prezzo nel trascinamento sia soggetta al meccanismo di mercato della domanda e dell'offerta e non sia lasciata al mero arbitrio del socio trascinante<sup>635</sup>. In una società chiusa - si è detto - l'offerta proveniente da un terzo estraneo costituisce la migliore approssimazione possibile di una valutazione di mercato della società: essa rappresenta il prezzo che il mercato è disposto a pagare per acquistare la società<sup>636</sup>. Viceversa, nel riscatto il potere di acquisto forzoso può essere esercitato in modo del tutto discrezionale dai soci o dalla società e il prezzo è determinato anzitutto dagli amministratori della società stessa. Ancora una volta, quindi, la necessità di

---

<sup>633</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 650; FABBRINI, *op.cit.*, p. 1041; D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, nota 73, p. 410; STABILINI, TRAPANI, *op.cit.*, p. 951, i quali evidenziano anche le differenze tra recesso e trascinamento.

<sup>634</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 650; MAZZONI, *op.cit.*, p. 236; STABILINI, TRAPANI, *op.cit.*, p. 973.

<sup>635</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 650.

<sup>636</sup> STABILINI, TRAPANI, *op.cit.*, p. 973.

protezione del socio soggetto al trascinamento non potrebbe essere equiparata a quella del socio soggetto al potere di riscatto.

Un'ulteriore obiezione all'assimilazione tra azioni riscattabili e diritto di trascinamento fa leva sul fatto che il socio trascinato – nel caso in cui si tratti del socio di minoranza – può ricevere anche un vantaggio dal trascinamento, avendo l'opportunità di godere di una parte del premio di maggioranza, che in assenza del trascinamento non gli sarebbe spettata<sup>637</sup>. Elemento di potenziale vantaggio, questo, che è invece assente nel caso del riscatto.

In aggiunta, alcuni autori hanno rilevato che, laddove sia previsto un diritto di prelazione a favore del socio soggetto al trascinamento, quest'ultimo avrebbe la scelta tra il vendere la propria partecipazione al prezzo determinato dal socio trascinante o acquistare la partecipazione del predetto socio allo stesso prezzo. Pertanto, egli - al contrario di quanto avviene nel riscatto - non si troverebbe in uno stato di totale soggezione al potere di determinazione altrui, e - avendo la possibilità di svincolarsi dall'obbligo di vendita - non avrebbe bisogno di ulteriore tutela<sup>638</sup>. Secondo questa tesi, dunque, il diritto di prelazione sulla partecipazione del socio trascinante rappresenterebbe un efficace bilanciamento rispetto al rischio di un'alienazione forzata ad un prezzo iniquo<sup>639</sup>.

---

<sup>637</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 651.

<sup>638</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 651.

<sup>639</sup> DE LUCA, *Ancora sulle clausole*, cit., p. 72; DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 335-336-337. Nello stesso senso D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 410-411.

In senso contrario Trib. Milano 31 marzo 2008, in *Riv. dir. Comm.*, 2010, p. 120, il quale afferma che il diritto di prelazione non costituisce una salvaguardia idonea a garantire la formazione di un corrispettivo che risponda a requisiti di congruità. Sul punto vedi anche FABBRINI, *op.cit.*, p. 1041, il quale afferma che il socio soggetto all'obbligo di co-vendita, anche qualora l'offerta del terzo abbia un prezzo particolarmente basso, potrebbe non avere a disposizione i mezzi o i tempi necessari per esercitare la prelazione.

A sostegno della tesi esposta nel testo, ovvero della legittimità della clausola di *drag-along* in presenza di un diritto di prelazione a favore del trascinato, può citarsi anche la sentenza della Cassazione n. 22375/2023, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it), la quale, con un'argomentazione del tutto simile esclude l'applicazione del principio di equa valorizzazione ad un'altra fattispecie di *exit* forzato, ovvero quella determinata dall'esercizio di una clausola parasociale di *russian roulette*. La Corte rileva infatti che, poiché il socio oblato ha la facoltà di acquistare, allo stesso prezzo, la partecipazione del socio proponente, egli non si trova in stato di soggezione rispetto al socio che la attiva. Il

Parimenti, per quanto riguarda l'ipotesi di accostamento del trascinamento all'istituto dell'esclusione del socio nelle s.r.l., la dottrina contraria a questa assimilazione ha rilevato che nel caso dell'esclusione, come nel riscatto, tra socio escluso e società che deve pagare il valore di liquidazione vi è una contrapposizione di interessi; contrapposizione che sarebbe invece assente tra trascinante e trascinato. Nell'esclusione, inoltre, non essendo coinvolti soggetti terzi, il prezzo non si formerebbe in condizioni di libero mercato a seguito di una negoziazione tra venditore e acquirente, come avviene nel *drag-along*<sup>640</sup>.

In ogni caso, anche ammesso che vi sia un'esigenza di tutela del socio trascinato pari a quella del socio riscattato, alcuni autori dubitano che la soluzione più efficiente sia rappresentata da una tutela imperativa a favore del trascinato, tutela che potrebbe essere da questo usata strumentalmente come merce di scambio con il socio trascinante per ostacolare determinate decisioni o ricevere ulteriori concessioni<sup>641</sup>.

Infine, si è osservato che, pur in assenza del principio di equa valorizzazione, l'eventuale abuso del socio trascinatore che eserciti il *drag-along* al solo fine di escludere l'altro socio ad un prezzo iniquo, non rimarrebbe impunito. Il socio trascinato avrebbe infatti a disposizione altri strumenti di tutela per opporsi ad una co-vendita non equa<sup>642</sup>. Anche in assenza del principio di equa valorizzazione, il socio trascinante non sarebbe quindi del tutto immune da vincoli nell'esercizio del potere di trascinamento<sup>643</sup>.

---

potere di scelta in capo all'oblato fonderebbe quindi sul piano strutturale l'equilibrio della clausola, rendendo incerto al dichiarante quale sarà l'esito del meccanismo da lui stesso azionato e quindi non necessaria la protezione equitativa di cui all'art. 2437 *sexies* c.c. Sulla equiparabilità delle clausole di *russian roulette* alle clausole di trascinamento dotate di diritto di prelazione a favore del trascinato vedi D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 409; DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 337.

<sup>640</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 651.

<sup>641</sup> STABILINI, TRAPANI, *op.cit.*, p. 956.

<sup>642</sup> Sul punto si veda *infra* in questa sezione, capitolo 3, paragrafo 3.4.

<sup>643</sup> In questo senso MAZZONI, *op.cit.*, p. 239; DE LUCA, *Ancora sulle clausole*, cit., p. 73.

## **b) I criteri legali di liquidazione e la loro derogabilità**

Come si è visto, secondo la tesi appena esposta, il rispetto del principio di equa valorizzazione si traduce di regola nell'applicazione dei criteri di liquidazione di cui all'art. 2437 *ter* c.c. (o 2473, comma 3, c.c. nel caso di s.r.l.). Al fine di verificare la validità di una clausola di *drag-along*, è opportuno stabilire anche se ed entro che limiti le parti siano libere di derogare ai criteri legali ivi contenuti.

Sotto questo profilo, si rileva che l'obiettivo dell'art. 2437 *ter* c.c. e dell'art. 2473 c.c. è quello di pervenire ad un valore di liquidazione della partecipazione del socio uscente che sia attuale e equo. Attuale nel senso che il valore delle azioni deve riflettere il valore della società al momento della valutazione. Equo, invece, nel senso che il valore di liquidazione non deve comportare indebiti trasferimenti di ricchezza tra soci: il metodo di calcolo non dovrebbe avvantaggiare né i soci che esercitano il recesso, né quelli che restano nella società<sup>644</sup>.

A tal fine gli amministratori di una s.p.a. devono applicare congiuntamente i tre criteri legali indicati nell'art. 2437 *ter* c.c. (consistenza patrimoniale della società, sue prospettive reddituali e eventuale valore di mercato delle azioni). Trattandosi di società non quotate, tuttavia, non è detto che il valore di mercato si sia effettivamente formato (ad esempio perché le azioni non sono state oggetto di negoziazione di recente), o che sia conosciuto dagli amministratori (i trasferimenti di azioni non sono soggetti a un obbligo di pubblicità). Gli amministratori, dunque, sono obbligati a tenere in considerazione questo criterio solo se disponibile<sup>645</sup>.

L'art 2437 *ter* c.c. al quarto comma prevede altresì che *“lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando 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”*. Si è posto

---

<sup>644</sup> DI SARLI, *La valutazione delle azioni nel recesso da s.p.a. <<private>>: una ricostruzione dei confini della discrezionalità tecnica degli amministratori*, in *Contratto e impresa*, 2018, p. 504.

<sup>645</sup> DI SARLI, *op.cit.*, p. 507-508.

dunque il problema di stabilire i limiti entro cui le parti possano legittimamente derogare ai criteri legali, prevedendone di nuovi.

Per le cause di recesso legali inderogabili, la dottrina maggioritaria ritiene non siano ammesse deroghe *in peius* per il socio uscente, ovvero l'utilizzo di criteri che portino ad una determinazione del valore della partecipazione inferiore a quella ottenibile mediante l'applicazione dei criteri legali<sup>646</sup>. L'intangibilità in senso peggiorativo dei criteri di liquidazione di cui all'art. 2437 *ter* c.c. si ricaverebbe dall'ultimo comma dell'art. 2437 c.c., in base al quale "è nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi previste dal primo comma del presente articolo". Prevedere dei criteri peggiorativi rispetto a quelli legali significherebbe rendere il recesso maggiormente oneroso per il socio uscente, in contrasto con il comma appena citato. Sarebbe dunque possibile stabilire dei criteri di valutazione alternativi a quelli legali solo se questi consentono di pervenire ad un valore non inferiore a quello che si otterrebbe con l'applicazione dei criteri legali o comunque ad una determinazione del valore della partecipazione che possa dirsi equa.

Diversa conclusione sembra prevalere per quanto riguarda le cause di recesso legali derogabili e per quelle convenzionali, per le quali sarebbe ammissibile prevedere anche deroghe *in peius* dei criteri legali<sup>647</sup>. A sostegno di questa tesi, oltre

---

<sup>646</sup> SBISA', *Dialogo con la giurisprudenza*, cit., p. 642. *Contra* VENTORUZZO, *Accordo di riacquisto quote, disciplina del recesso e dell'esclusione del socio e rapporti tra statuto e accordi parasociali*, in *Società*, 2023, p. 719, nota a Trib. Milano 20 ottobre 2022. In senso contrario anche MALTESE, *op.cit.*, p. 64 ss., il quale ammette la derogabilità dei criteri legali attraverso un patto parasociale, nel quale il patto statutario nullo dovrebbe essere convertito automaticamente dal giudice. A supporto di questa conclusione, tra gli altri argomenti, viene citata la pronuncia della Cassazione 17498/2018 esposta *supra*, che ha negato l'applicabilità ai patti parasociali del divieto di patto leonino. Secondo l'autore lo stesso ragionamento dovrebbe valere nel caso del divieto in oggetto (art. 2437 sesto comma c.c.).

<sup>647</sup> In questo senso VENTORUZZO, *op.cit.*, p. 719. Così anche la Massima n. 74 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano: "La determinazione del valore di liquidazione delle quote o azioni, nelle ipotesi di cause convenzionali di recesso, può essere disciplinata da criteri liberamente stabiliti dall'atto costitutivo o dallo statuto, anche in totale deroga rispetto ai criteri di liquidazione fissati dalla legge per le cause legali di recesso".

all'argomento letterale - l'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. fa riferimento solo alle cause legali inderogabili - si afferma che lasciare maggiore autonomia statutaria alle parti consente di attribuire preminenza ad esigenze diverse dalla mera protezione del socio recedente (ad esempio la salvaguardia della stabilità patrimoniale della società o la cristallizzazione dell'assetto della compagine sociale); il che giustificerebbe anche l'adozione di criteri che impongono al socio uscente un costo maggiore per l'esercizio del diritto di recesso<sup>648</sup>. In aggiunta, trattandosi di fattispecie in cui il diritto di recesso potrebbe essere del tutto escluso, *a fortiori* - si dice - dovrebbe essere consentito prevedere il recesso seppure a condizioni economiche non troppo favorevoli<sup>649</sup>. L'effetto di un prezzo di uscita non equo, infatti, comporta semplicemente l'improbabilità dell'esercizio di un diritto di recesso che la legge non ha ritenuto necessario prevedere<sup>650</sup> o che ha previsto solo in via non imperativa.

Per quanto riguarda le azioni riscattabili, è stato messo in rilievo come il comma 6 dell'art. 2437 c.c. su cui si fonda la tesi della inderogabilità *in peius* dei criteri legali di liquidazione non sia richiamato dall'art. 2437 *sexies* c.c., il quale rinvia solamente agli artt. 2437 *ter* e 2437 *quater* c.c. Non è chiaro, dunque, se la stessa inderogabilità debba valere anche per la determinazione del prezzo del riscatto, e, conseguentemente, per l'alienazione delle azioni del socio trascinato<sup>651</sup>.

L'art. 2437 comma 6 c.c. non è richiamato nemmeno in tema di s.r.l. dall'art. 2473 c.c. Pertanto, anche in questo caso, è incerto se vi sia un divieto di deroga *in peius*, almeno per quanto riguarda le cause legali di recesso<sup>652</sup>. In dottrina sembra prevalente un orientamento affermativo. Si teme infatti che l'introduzione di modalità di svalutazione più sfavorevoli per il socio possa frustrare la stessa

---

<sup>648</sup> MALTESE, *op.cit.*, p. 1070 ss. In questo senso anche GIAMPIERI, *op.cit.*, p. 318.

<sup>649</sup> In questo senso SCARCHILLO, *Sub art. 2437*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Cendon, 2010, p. 433.

<sup>650</sup> Così il commento alla massima n. 74 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano.

<sup>651</sup> STABILINI, TRAPANI, *op.cit.*, p. 954; VENTORUZZO, *op.cit.*, p. 719.

<sup>652</sup> VENTORUZZO, *op.cit.*, p. 718-719.

possibilità di recedere che il legislatore ha inteso garantire in ipotesi giudicate particolarmente gravi<sup>653</sup>. La derogabilità dei criteri legali sarebbe dunque ammessa solo là dove i criteri sostitutivi non siano pregiudizievoli per il socio recedente<sup>654</sup>.

Di recente la giurisprudenza ha ammesso la validità di criteri di valutazione della partecipazione peggiorativi rispetto a quelli legali, in un'ipotesi di dismissione forzata della quota di un socio di s.r.l.<sup>655</sup>.

### **c) La predeterminazione di un *floor* come valore minimo di vendita**

Spesso nella prassi i soci concordano che l'obbligo di co-vendita sorga solo nel caso di un'offerta di acquisto che garantisca un determinato rendimento dell'investimento. Questo avviene attraverso la previsione di un *floor*, tale per cui le partecipazioni degli altri soci non saranno soggette all'obbligo di co-vendita qualora il prezzo indicato nell'offerta del terzo non assicuri, come minimo, il ritorno economico che le parti hanno fissato *ex ante*, considerandolo congruo<sup>656</sup>.

Poiché la previsione di un *floor* riduce sensibilmente la discrezionalità del socio trascinate e del terzo nella determinazione del corrispettivo, e quindi riduce i rischi

---

<sup>653</sup> Così ZANARONE, *Sub art. 2473*, in *Il Codice Civile Commentario, Della società a responsabilità limitata*, diretto da Busnelli, 2010, p. 830-831.

<sup>654</sup> In questo senso DI BITONTO, *Validità della clausola statutaria di ... "whatever leaver", collegata ad un piano di incentivazione per i dipendenti*, in *Società*, 2022, p. 282 ss., con riferimento alla fattispecie di cui alla nota seguente.

<sup>655</sup> Vedi Corte di Appello Torino, 30 giugno 2021, in *Le Società*, 3, ove la Corte è chiamata a valutare la validità di una clausola con cui si stabilisce che, in caso di cessazione del rapporto di lavoro tra socio e società, il socio sarà obbligato a cedere la propria partecipazione agli altri soci, vendendo liquidata la propria quota "ad un prezzo equivalente al valore del patrimonio netto". Trattasi di una clausola che prevede un'ipotesi di *exit* forzato (la cessazione del rapporto può infatti essere decisa dalla società anche in assenza di giusta causa a discrezione del datore di lavoro), rispetto alla quale le parti hanno stabilito che la liquidazione avvenga in deroga ai criteri legali *ex art. 2473 c.c.*, senza prendere in considerazione il valore di mercato della quota.

La Corte, nonostante si tratti di un criterio peggiorativo (il rimborso avverrà sulla base del mero valore contabile e non reale della quota) ritiene la clausola valida affermando che l'art. 2473 c.c. è derogabile nella parte in cui fa riferimento alla considerazione del valore di mercato. Per una critica vedi BITONTO, *op.cit.*, p. 282 ss.

<sup>656</sup> FABBRINI, *op.cit.*, p. 1044.

per il trascinato, alcuni ritengono che la sua presenza elimini la necessità di applicare i criteri di liquidazione di cui all'art. 2437 *ter* c.c.<sup>657</sup>

La predeterminazione di un *floor* a garanzia del minimo ritorno economico del socio trascinato si espone però al rischio che, alla data di esercizio del trascinamento, l'ammontare minimo prefissato in statuto non rappresenti più un equo ammontare. In aggiunta, prevedere *ex ante* un valore minimo della partecipazione potrebbe far sorgere un problema di incompatibilità con il divieto di patto leonino: tale valore, infatti - si è detto - renderebbe il socio trascinato del tutto indifferente rispetto all'andamento economico della società *target*<sup>658</sup>.

La predeterminazione del prezzo presenta anche un secondo inconveniente: se dopo qualche anno il prezzo prefissato si dovesse rivelare superiore al valore di mercato della partecipazione, il socio trascinato avrà grosse difficoltà a trovare un terzo disposto a pagare un prezzo pari al valore che era stato predeterminato. Il rischio è quindi che, in questo caso, il *floor* abbia l'effetto di limitare - anziché incrementare - le *chances* di vendita del socio trascinatore, il quale - pur in presenza di un'offerta di acquisto corrispondente al prezzo di mercato - per via del *floor* fissato ad un ammontare più alto non sarà in grado di procedere alla cessione<sup>659</sup>.

### 3.3.2. Il dovere fiduciario del socio trascinante

Una parte della dottrina - che nega l'applicazione del principio di equa valorizzazione - ha proposto una qualificazione del patto di co-vendita come contratto di mandato *in rem propriam* (art. 1723, secondo comma c.c.), ovvero come

---

<sup>657</sup> FABBRINI, *op.cit.*, p. 1044; SCARPA, *op.cit.*, p. 47.

<sup>658</sup> Così DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 652. Sul punto si osserva tuttavia che, poiché è il socio trascinante che decide se esercitare il potere di co-vendita o meno, il socio trascinato non ha la certezza di poter andarsene dalla società al prezzo pattuito. Quest'ultimo, pertanto, non sembra essere un socio che possa dirsi disinteressato all'andamento della società.

<sup>659</sup> L'argomentazione è di MAZZONI, *op.cit.*, p. 237-238, che la svolge con riferimento all'ipotesi dell'applicazione del principio di equa valorizzazione. Secondo l'autore, infatti, qualora una gestione inefficiente faccia scendere il valore di mercato dell'impresa al di sotto del valore determinabile mediante i criteri di liquidazione previsti per il recesso, si produrrebbe il risultato paradossale di impedire la vendita anche quando essa avverrebbe a prezzo di mercato.

contratto con il quale un soggetto (mandante) attribuisce ad un altro soggetto (mandatario) il potere di vendere la propria partecipazione assieme a quella del mandante, alle stesse condizioni e nell'interesse di entrambi<sup>660</sup>.

L'elemento considerato maggiormente indicativo di questa qualificazione è il fatto che le clausole di co-vendita attribuiscono al socio trascicante non solo il potere di ricercare il futuro acquirente ma anche il potere di negoziare con lui le condizioni di vendita. Sarebbe dunque questo elemento gestorio, insito nel potere di negoziare, che porterebbe a ritenere appropriata una simile classificazione<sup>661</sup>. Più nello specifico, le caratteristiche della clausola di trascinamento sarebbero da ricondurre non già ad un mandato meramente esecutivo, in cui sono stati predeterminati tutti gli elementi del contratto che il mandatario è autorizzato a compiere, bensì ad un mandato che lascia libero il trascicante di decidere la persona dell'acquirente, le condizioni e i termini del negozio, con l'unico limite della uguaglianza delle condizioni per tutte le partecipazioni coinvolte nella vendita<sup>662</sup>.

Qualificare *sub specie mandati* la clausola di *drag-along* comporta che, come in tutte le fattispecie di gestione a qualunque titolo di interessi altrui, il soggetto che detiene il potere di gestire è tenuto *ex lege* all'osservanza di obblighi di correttezza fiduciaria nell'esecuzione dell'incarico e nell'esercizio del suo potere, che si traducono in obblighi di protezione e considerazione dell'interesse del mandante. Da ciò deriva che - al contrario di quanto sostenuto da una parte della dottrina - il socio trascicante non avrebbe un potere di alienazione arbitrario e insindacabile, ma un potere il cui esercizio è legittimo solo se compiuto nel rispetto del dovere di lealtà, di correttezza e di buona fede verso il mandante<sup>663</sup>. In particolare, tale potere non potrebbe mai essere strumentale al conseguimento di un vantaggio personale

---

<sup>660</sup> La tesi è stata per la prima volta avanzata nel Lodo arbitrale, 29 luglio 2008, *cit.*, p. 510; poi confermata dall'autore del lodo: MAZZONI, *Patti di co-vendita*, *op.cit.*, p. 243. Nello stesso senso D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 380. Concordano sull'inquadramento nello schema del mandato anche DE LUCA, *Vengo anch'io*, *cit.*, p. 332; AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, *cit.*, p. 440. Per una critica vedi GIAMPAOLINO, *op.cit.*, p. 535.

<sup>661</sup> MAZZONI, *op.cit.*, p. 244.

<sup>662</sup> Lodo arbitrale 29 luglio 2008, *cit.*, p. 512.

<sup>663</sup> Così Lodo arbitrale 29 luglio 2008, *cit.*, p. 511.

per il trascicante non condiviso con il trascinato<sup>664</sup>. Questi limiti al potere di trascinamento, inoltre, non sarebbero derogabili dalle parti; pertanto, qualsiasi clausola che pretendesse di esonerare *ex ante* il trascicante dall'obbligo di osservare i propri doveri fiduciari, e/o quelli di correttezza nell'esecuzione del mandato sarebbe invalida<sup>665</sup>.

Ulteriore conseguenza della qualificazione prospettata attiene agli effetti del patto di cessione stipulato tra socio trascicante e terzo acquirente. In assenza di un potere di rappresentanza, infatti, il contratto concluso tra mandatario e terzo non potrebbe produrre effetti traslativi immediati, essendo necessaria la collaborazione del mandante affinché la proprietà della sua partecipazione possa essere validamente trasferita<sup>666</sup>. Il mandato in questo caso avrebbe unicamente effetti obbligatori, con conseguente non azionabilità di rimedi di carattere reale da parte del terzo o del socio trascicante in caso di una violazione da parte del trascinato. L'efficacia reale o meno del patto pare però dipendere da come venga formulata la clausola nel caso concreto; nulla sembra infatti impedire al trascinato di assegnare al trascicante anche il potere di rappresentanza.

### **3.3.3. L'applicazione della disciplina dei limiti alla circolazione delle azioni**

Una parte della dottrina assimila il diritto di trascinamento ad un limite alla circolazione delle azioni di cui all'art. 2355 *bis* c.c. (o *ex art.* 2469 c.c. per le s.r.l.), cui consegue l'applicazione della disciplina ivi contenuta<sup>667</sup>.

A sostegno di questa tesi, si è osservato che il socio onerato dell'obbligo di co-vendita, in presenza di un'offerta da parte di un terzo, non è libero di disporre della

---

<sup>664</sup> *Contra* l'esistenza di questo limite MOSCO, NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in AGE, 2021, p. 275, secondo cui questo porterebbe alla cancellazione della "*termination option*" assegnata al socio di *venture* in fase di negoziazione.

<sup>665</sup> MAZZONI, *op.cit.*, p. 253.

<sup>666</sup> Lodo arbitrale 29 luglio 2008, *cit.*, p. 513.

<sup>667</sup> DIVIZIA, *op.cit.*, p. 168 ss.; FABBRINI, *op.cit.*, p. 1036 ss.; SBISA', *Dialogo con la giurisprudenza*, *cit.*, p. 637; Consiglio notarile di Milano, massima n. 88.

partecipazione di cui è proprietario<sup>668</sup>: egli è obbligato ad alienare la propria partecipazione alle condizioni pattuite dal trascinante. Allo stesso modo può essere visto come limite alla libera trasferibilità delle azioni l'impegno per il socio trascinante di ricercare un compratore disponibile ad acquistare l'intera società<sup>669</sup>.

Ai fini della validità delle clausole di trascinamento, oltre al rispetto della disciplina sui limiti alla circolazione delle azioni, i sostenitori di questa tesi in genere ritengono in ogni caso parimenti necessario il rispetto del principio di equa valorizzazione<sup>670</sup>.

Le conseguenze di una qualificazione della clausola di trascinamento come limite alla circolazione delle azioni riguardano soprattutto il problema del regime richiesto per l'introduzione della clausola di *drag-along* nello statuto<sup>671</sup>.

---

<sup>668</sup> FABBRINI, *op.cit.*, p. 1038. Per una critica a questa tesi si vedano CIOCCA, MARASA', *op.cit.*, p. 629, i quali osservano come i vincoli tradizionali alla circolazione limitano o impediscono il disinvestimento, mentre le clausole di trascinamento vogliono incentivare l'*exit*. Nello stesso senso DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 646. *Contra* anche D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 390, il quale osserva che finché il socio trascinante non decide di esercitare il trascinamento, l'obbligato non vede in alcun modo limitato il proprio potere di trasferimento.

<sup>669</sup> In questo senso DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 334. Sul punto si può però rilevare che, trattandosi di un diritto di trascinamento e non di un obbligo, il suo titolare rimane libero di esercitare o meno il potere assegnatogli, per cui non sembra potersi individuare nessun reale vincolo a suo carico.

<sup>670</sup> Vedi massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano: "*Si reputano legittime le clausole statutarie che prevedono, in caso di vendita di partecipazioni in s.p.a. o in s.r.l., il diritto e/o l'obbligo dei soci diversi dall'alienante di vendere contestualmente, a loro volta, le partecipazioni possedute; queste clausole, tuttavia, restano soggette alle disposizioni relative ai limiti alla circolazione delle partecipazioni, proprie dei rispettivi tipi sociali (s.p.a. o s.r.l.) e – ove prevedano l'obbligo di vendita – devono essere compatibili con il principio di una equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa*".

<sup>671</sup> Un altro problema che si è posto rispetto alle clausole di trascinamento è se per l'introduzione in statuto sia necessaria l'unanimità dei soci, ovvero, se sia sufficiente adottare il principio maggioritario. Coloro che individuano nelle clausole di *drag-along* un limite alla circolazione delle azioni si schierano a favore della regola maggioritaria. Secondo l'art. 2437, comma 2, lett. b) c.c., infatti, i limiti alla circolazione dei titoli azionari possono essere introdotti o rimossi dallo statuto a maggioranza. In questo senso FABBRINI, *op.cit.*, p. 1036; SBISA', *Dialogo con la giurisprudenza*, cit., p. 639; ma *contra* DIVIZIA, *op.cit.*, p. 170. In base alla stessa disposizione, inoltre, l'approvazione della delibera fa sorgere un diritto di recesso in capo ai soci che non vi hanno concorso. (In questo senso: FABBRINI, *op.cit.*, p. 1036; SCARPA, *Clausole di trascinamento di partecipazione societaria tra struttura e limiti: "drag along clause"*, in *Giur. Civ.*, 2013, p. 43).

### 3.4. I rimedi in caso di violazione del patto di co-vendita

Stabiliti i limiti di validità delle clausole di *drag-along* individuati dalla dottrina, si è posta la diversa questione di definire i rimedi utilizzabili in caso di violazione della clausola da parte di uno dei soci. Più nello specifico, è sorto il problema di stabilire: a) quali strumenti di tutela abbia a disposizione il trascinato, nel caso in cui il socio trascinate violi i limiti di esercizio del suo potere di trascinamento; e viceversa b) quali strumenti di tutela abbiano a disposizione socio trascinate e terzo, nel caso in cui il socio soggetto al trascinamento si rifiuti di dare esecuzione all'obbligo di co-vendita.

Per quanto attiene al primo quesito, ovvero i rimedi in caso di abuso o di esercizio scorretto del potere di trascinamento da parte del trascinate, nel caso in cui si ritiene che la vendita possa perfezionarsi solo con un'ulteriore manifestazione di consenso da parte del trascinato, egli può difendersi semplicemente evitando di prestarlo.

Là dove invece la vendita produca un effetto traslativo automatico, occorre innanzitutto chiarire quali siano le condotte rientranti nel concetto di esercizio abusivo o scorretto del potere di *drag-along*. Posto che la risposta all'interrogativo dipende anche dalla qualificazione giuridica della clausola, sul punto non vi è unanimità in dottrina.

---

Secondo coloro che equiparano la clausola di trascinamento all'istituto delle azioni riscattabili, invece, per l'inserimento in statuto non basterebbe l'approvazione a maggioranza ma sarebbe necessario anche il consenso del socio che, al momento della delibera, si trovi nella situazione di soggezione al potere di riscatto, o del potere di co-vendita nel caso del trascinamento. In questo senso DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 647; Consiglio notarile Milano, massima n. 153; Trib. Milano 24 marzo 2011, *cit.*

È stata altresì avanzata una soluzione di compromesso, che consentirebbe l'inserimento a maggioranza della clausola di trascinamento solo nel caso in cui essa si riferisca ad azioni o quote non ancora esistenti, ovvero quando nessuno si trovi nella situazione cui la clausola ricollega il sorgere del potere di trascinamento. In questo senso Trib. Milano 22 dicembre 2014, *cit.*, ma pur sempre a condizione che la clausola racchiuda la regola di equa valorizzazione. Così anche la massima del Consiglio notarile di Milano 99/07.

Una prima ipotesi di esercizio scorretto del potere si ha nel caso di vendita al terzo effettuata ad un prezzo iniquo. La definizione di iniquità del prezzo non è però pacifica.

Secondo alcuni, il prezzo è iniquo ogni qual volta la partecipazione del socio trascinato sia venduta ad un prezzo inferiore al valore reale della partecipazione ottenibile con l'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437 *ter* c.c. In tale ipotesi, come si è visto, il socio trascinato potrebbe far valere la nullità in astratto della clausola di *drag-along* priva di un riferimento al principio di equa valorizzazione ovvero, secondo un diverso orientamento, potrebbe far valere la nullità in concreto del trascinamento effettuato dal trascinante in contrasto a questo principio. In entrambi i casi, se l'azione di nullità viene accolta, l'acquirente non potrà acquistare lo *status* di socio e non avrà diritto ad essere iscritto nel libro soci<sup>672</sup>.

Per coloro che ritengono che la norma imperativa di cui all'art. 2437 *ter* c.c. si applichi *ex lege*, a prescindere da un richiamo esplicito delle parti, invece, il socio trascinato potrebbe domandare, ai sensi dell'art. 2437 *ter*, comma 6, c.c., una nuova determinazione del valore di liquidazione tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale. Il diritto alla revisione del valore di liquidazione troverebbe infatti applicazione in tutte le ipotesi di *exit* forzato e avrebbe natura inderogabile<sup>673</sup>. Il diritto di chiedere la revisione non sarebbe rinunciabile *ex ante* dalle parti mediante una clausola statutaria<sup>674</sup>.

Secondo altri autori potrebbe parlarsi di prezzo iniquo, e quindi di trascinamento abusivo, solo nel caso in cui il *venture capital* abbia eseguito una operazione distruttiva di valore, ovvero un'operazione che abbia sottratto all'imprenditore trascinato (e alla società) valori patrimoniali che questi avrebbero

---

<sup>672</sup> In questo senso DIVIZIA, *op.cit.*, p. 166.

<sup>673</sup> È questa la soluzione individuata da NOTARI, *Exit forzato*, cit., p. 404 ss. Il quale considera l'art. 2437 *sexies* c.c., e quindi il rinvio da questo operato, direttamente applicabile non solo alle azioni riscattabili ma in generale a tutte le fattispecie di *exit* forzato.

<sup>674</sup> NOTARI, *Exit forzato*, cit., p. 407 ss. L'autore ammette tuttavia la possibilità di rinunciare al diritto di revisione attraverso un patto parasociale.

altrimenti ottenuto<sup>675</sup>. Per quanto riguarda la valutazione di iniquità del prezzo concordato dunque, secondo questa tesi, non dovrebbe guardarsi esclusivamente al valore che deriverebbe dall'applicazione dei criteri previsti per il recesso, ma bisognerebbe principalmente prendere in considerazione il valore che il socio trascinato avrebbe conseguito vendendo egli stesso la propria partecipazione al terzo<sup>676</sup>. Nel caso il trascinato ritenga di aver subito un pregiudizio in tal senso, il rimedio da lui azionabile sarebbe di tipo risarcitorio e presupporrebbe la prova del danno arrecatogli, ovvero la prova di aver subito un danno che - in assenza del trascinamento - egli non avrebbe subito.

Altri autori ancora delimitano ulteriormente l'area del danno risarcibile, sostenendo che tra le operazioni distruttive di valore, nessun risarcimento dovrebbe spettare rispetto alle operazioni di trascinamento (e più in generale di *exit*) dettate dall'esigenza del *venture capitalist* di capitalizzare l'investimento in modo da poter soddisfare le aspettative di rendimento del fondo di appartenenza. Questa esigenza del *venture capitalist*, infatti, dovrebbe considerarsi legittima a prescindere da una possibile distruzione di valore, con la conseguenza di escludere *ab origine* la risarcibilità del danno in capo all'imprenditore (o alla società). Si tratterebbe di un esercizio della facoltà di trascinamento conforme ai canoni di buona fede e all'iniziale programma di investimento effettuato<sup>677</sup>.

In aggiunta a questi rimedi, nel caso in cui il socio trascinante accetti l'offerta iniqua del terzo, il socio trascinato - nel caso provi che l'intento esclusivo del trascinante è quello di danneggiarlo - può bloccare la sua pretesa attraverso *l'exceptio doli generalis*<sup>678</sup>. Non solo: nel caso di esercizio del potere di trascinamento contrario al dovere di correttezza e buona fede, il trascinato potrebbe chiedere il

---

<sup>675</sup> AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 440.

<sup>676</sup> GIAMPAOLINO, *op.cit.*, p. 535.

<sup>677</sup> NIGRO, *Venture capital-backed firms, trade sales e tutela dell'imprenditore tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*, tesi di dottorato, 2019, disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3669088](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3669088). Nello stesso senso AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 440-441.

<sup>678</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 339.

risarcimento del danno<sup>679</sup>. Ancora, secondo alcuni, egli potrebbe ricorrere al rimedio di cui all'art. 1349 c.c., il quale prevede che se la determinazione del terzo è manifestamente iniqua o erronea, le parti possono chiederla al giudice<sup>680</sup>.

In base ad un diverso indirizzo interpretativo, invece, il concetto di abuso del potere di trascinamento presuppone che l'operazione di co-vendita attribuisca un premio esclusivo al soggetto trascinante, non condiviso con i trascinati. Per contro, in assenza di questo elemento, essendo il prezzo di vendita lo stesso per trascinante e trascinato, non si potrebbe contestare quello concordato dal primo<sup>681</sup>.

Un altro caso di esercizio abusivo del potere di trascinamento è l'inserimento nell'accordo con il terzo di alcune clausole non collegate alla vendita in sè, che i trascinati sarebbero costretti ad accettare anche se contrarie ai loro interessi. In questo comportamento si configurerebbe una violazione dell'obbligo di correttezza e buona fede ex art. 1375 c.c., per cui sarebbe legittimo il rifiuto dei trascinati di concludere il contratto con il terzo<sup>682</sup>, così come legittimo sarebbe il ricorso ad una tutela risarcitoria<sup>683</sup>.

Per quanto riguarda il secondo quesito, concernente i rimedi applicabili nel caso di inadempimento del trascinato, rileva nuovamente stabilire - sulla base dell'interpretazione della clausola - se il patto di cessione tra trascinante e terzo produca un effetto traslativo automatico ovvero se a tal fine sia necessaria un'ulteriore manifestazione di volontà da parte del trascinato.

---

<sup>679</sup> DE LUCA, *Ancora sulle clausole*, cit., p. 73.

<sup>680</sup> DE MATTEIS, *op.cit.*, p. 652; GIAMPAOLINO, *op.cit.*, p. 534.

<sup>681</sup> Così sembra orientato MAZZONI, *op.cit.*, p. 252.

<sup>682</sup> SBISA', *Dialogo con la giurisprudenza*, cit., p. 627 ss.; MAZZONI, *op.cit.*, p. 251.

<sup>683</sup> STABILINI, TRAPANI, *op.cit.*, p. 979. È quanto avvenuto nel Lodo arbitrale 29 luglio 2008, p. 523, che ha considerato improduttivo di effetti l'accordo di cessione tra trascinante e terzo, in quanto trattavasi di un contratto che eccedeva il potere di trascinamento assegnato al trascinante e quindi l'oggetto del mandato (senza rappresentanza). Accanto al trasferimento delle partecipazioni, infatti, il contratto di vendita conteneva delle condizioni aggiuntive (rinuncia alle azioni di responsabilità contro amministratori e sindaci e all'obbligo di manleva a loro favore) concordate nell'esclusivo interesse del socio trascinante e a danno del trascinato.

Nel primo caso, colui che si sottopone al trascinamento non può impedire il trasferimento forzoso<sup>684</sup>. L'accordo di cessione sarebbe dunque produttivo di effetti a prescindere dalla sua collaborazione e, in virtù dell'efficacia reale della clausola, la società non dovrebbe più riconoscere il socio trascinato come tale<sup>685</sup>.

Diverso è il caso in cui ai fini dell'efficacia della cessione sia necessaria la collaborazione del soggetto trascinato.

In generale, le clausole statutarie che regolano il trasferimento delle partecipazioni nella società hanno efficacia reale, per cui sono inopponibili alla società i trasferimenti posti in essere in violazione del vincolo statutario, e la società può rifiutare l'iscrizione nel libro soci dell'acquirente<sup>686</sup>. Difficile risulta però la trasposizione di questo principio ai patti di co-vendita, nel caso in cui sia il socio trascinato a violare l'obbligo di co-vendita<sup>687</sup>. Qualora egli si rifiuti di compiere le formalità richieste a tal fine, infatti, non si verifica un trasferimento illegittimo ma, viceversa, la mancanza di un trasferimento che avrebbe dovuto aver luogo<sup>688</sup>.

Se si vuole assegnare un'efficacia reale al patto statutario, si dovrebbe immaginare ad esempio un diritto del terzo di esigere il trasferimento forzoso delle partecipazioni degli altri soci soggetti al trascinamento<sup>689</sup>, in ipotesi attraverso un rimedio quale quello dell'art. 2932 c.c.<sup>690</sup>. La tesi del mandato senza rappresentanza, come visto, sembra però escludere questa possibilità<sup>691</sup>. Trattandosi di un mandato

---

<sup>684</sup> DE LUCA, *Ancora sulle clausole*, cit., p. 72.

<sup>685</sup> GIAMPAOLINO, *op.cit.*, p. 538.

<sup>686</sup> D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 411-412. Viceversa, se l'accordo tra i soci è contenuto in un patto extrastatutario, questo ha effetti meramente obbligatori per cui il trasferimento effettuato in violazione di esso resta valido, salva la possibilità di chiedere un risarcimento per il contraente che ha subito l'inadempimento.

<sup>687</sup> D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 412; ANGELICI, *op.cit.*, p. 41.

<sup>688</sup> D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 412.

<sup>689</sup> D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 412.

<sup>690</sup> In questo senso STABILINI, TRAPANI, *op.cit.*, p. 988. Sul punto ANGELICI, *op.cit.*, p. 42 osserva che il rimedio di cui all'art. 2932 c.c. prescinde dalla collocazione statutaria della clausola ed è utilizzabile o meno a seconda della qualificazione giuridica del patto. Esso sarebbe giustificato ad esempio nel caso si ricollegli il trascinamento allo schema del contratto a favore di terzo.

<sup>691</sup> *Contra* DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie*, cit., p. 70, secondo cui "il terzo può acquistare il diritto su tutte le azioni delle società, anche in mancanza di procura del

con effetti meramente obbligatori, infatti, qualora il mandante non adempia all'obbligo di trasferire la proprietà della sua partecipazione al terzo, egli sarà unicamente tenuto a risarcire al mandatario i danni derivanti dall'inadempimento, mentre non sarebbero disponibili rimedi di carattere reale a favore di quest'ultimo o del terzo<sup>692</sup>. Parimenti, alcuni autori hanno escluso che dal mancato adempimento del socio trascinato possa discendere la sospensione dei diritti sociali ad esso spettanti<sup>693</sup>.

## **CAPITOLO 4. ALCUNE PROPOSTE DOTTRINALI**

### **4.1. *De iure condito***

I limiti di validità individuati dalla dottrina dominante rispetto alle tre clausole di *exit* analizzate si traducono in una sostanziale difficoltà del socio finanziatore al disinvestimento delle partecipazioni che fanno parte del suo portafoglio di investimenti. Nonostante la presenza di tali clausole all'interno del contratto di investimento il *venture capitalist* non è sicuro di poter uscire dalla società alle condizioni pattuite: la clausola di *put* stipulata potrebbe essere dichiarata nulla per contrasto col divieto di patto leonino; la società potrebbe non avere risorse sufficienti *ex art. 2484 c.c.* per pagare il riscatto; il trascinamento potrebbe essere impedito o risultare meno conveniente a causa dell'obbligo di equa valorizzazione della partecipazione o del rispetto del dovere fiduciario da parte del trascinante nei confronti del trascinato.

Sebbene le opzioni di *put*, le azioni redimibili e le clausole di *drag-along* non siano gli unici strumenti attraverso cui il socio di *venture* può disfarsi del proprio

---

mandante e, per gli effetti traslativi del consenso legittimamente manifestato, può rivendicare le cose mobili oggetto del mandato a vendere, cioè le azioni trascinate in co-vendita”.

<sup>692</sup> Lodo arbitrale 29 luglio 2008, *cit.*, p. 513-514.

<sup>693</sup> ANGELICI, *op.cit.*, p. 45. *Contra* STABILINI, TRAPANI, *op.cit.*, p. 989, i quali affermano che in ogni caso la sospensione dei diritti sociali potrebbe essere prevista dalle parti quale sanzione in caso di inadempimento del socio trascinato.

investimento, anche le altre operazioni di *exit* (quali fusioni, cessione d'azienda, liquidazione della società, quotazione sul pubblico mercato) presentano non pochi ostacoli di implementazione. Si tratta, infatti, di operazioni che devono essere deliberate dal consiglio di amministrazione, che in taluni casi richiedono un'approvazione assembleare e che spesso costringono al pagamento del *fair value* ai soci che esercitano il recesso.

Tutti questi limiti, incidendo sulla capacità di disinvestimento dei fondi di *venture*, sono considerati un importante fattore del ritardo nello sviluppo del mercato di *venture capital* in Italia e, quindi, dell'estrema difficoltà delle imprese italiane – specie quelle medio-piccole di carattere innovativo – nel reperire le risorse finanziarie di cui hanno bisogno.

Se in fase di negoziazione il *venture capitalist* non è in grado di assicurarsi determinate garanzie di *exit*, infatti, egli sarà disincentivato fin dall'inizio ad investire.

Rispetto a questa incapacità del sistema di assecondare l'esigenza di finanziamento delle imprese - esigenza che non pare possa essere ulteriormente ignorata - sono state prospettate diverse soluzioni per venire incontro agli interessi e bisogni finanziari degli operatori del mercato, sia in una prospettiva *de iure condito*, sia in una prospettiva *de iure condendo*. Di seguito si riassumeranno alcune delle proposte avanzate. Ancora una volta, trattandosi di una sintesi di numerose opinioni dottrinali, è stato necessario ricorrere a delle semplificazioni.

#### **a) Il ricorso agli strumenti finanziari partecipativi**

Per superare le problematiche connesse all'utilizzo di patti di riacquisto a prezzo predefinito e non incorrere in una possibile pronuncia di invalidità del patto, si è in un primo momento suggerito di utilizzare un diverso strumento di investimento, ovvero - anziché l'acquisto di partecipazioni di capitale di rischio - l'acquisto di strumenti finanziari partecipativi emessi dalla società.

Nulla vieta infatti di attribuire al titolare degli strumenti finanziari partecipativi un diritto potestativo di rivendita dei titoli alla società o ai soci di

controllo ad una determinata scadenza e a condizioni prefissate<sup>694</sup>. Parimenti, poiché gli apporti a fronte dei quali gli strumenti finanziari partecipativi sono emessi non vengono imputati a capitale, l'autonomia privata è libera di prevedere che il possessore di strumenti finanziari partecipativi, non acquistando la qualità di socio, sia del tutto esonerato dalle perdite della società mediante una remunerazione dell'investimento in misura fissa, del tutto indipendente dall'andamento della società<sup>695</sup>.

In aggiunta, l'investimento tramite strumenti finanziari eliminerebbe del tutto il problema di *exit* che si presenta invece nel caso di investimento tramite l'assunzione di partecipazioni nella società. Con l'assegnazione di strumenti finanziari non vi sarebbe quindi più neppure la necessità di stipulare clausole di *drag-along* e di dover fare i conti con il principio di equa valorizzazione e gli altri limiti all'esercizio del diritto di trascinamento di cui si è detto.

Lo studio degli investimenti di *venture capital* mostra però gli evidenti limiti di una simile soluzione e il perché essa non ha trovato diffusione nella prassi.

In primo luogo, al titolare di strumenti finanziari partecipativi non può essere assegnato un potere di controllo sulla gestione della società finanziata. L'assegnazione di diritti amministrativi è infatti alquanto circoscritta dall'art. 2346 c.c., il quale vieta espressamente l'attribuzione del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti<sup>696</sup>. L'assenza di un potere di vigilanza e di incidenza sulla gestione rappresenta un grosso limite per il potenziale investitore, il quale ha interesse a controllare che le risorse da lui investite siano gestite nel migliore dei modi, e a fornire il proprio contributo attivo al *management*.

Invero, senza questo tipo di garanzie, è molto difficile che il *venture capitalist* sia disposto a finanziare società innovative caratterizzate da un rischio di fallimento altissimo: anche se l'investitore ha il diritto alla restituzione dell'investimento, è tutt'altro che certo che la società sarà in grado di rendere il capitale prestatogli.

---

<sup>694</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 559 ss.

<sup>695</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 559-560.

<sup>696</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 560.

Come visto, si tratta di società con scarsa liquidità e pochissimi beni materiali, per cui è poco probabile che il finanziatore possa rifarsi su questi beni in caso di fallimento. Lo studio del mercato di *venture* americano, inoltre, mostra l'importanza che il controllo e il supporto amministrativo del socio di *venture* hanno sia affinché l'investitore sia disposto ad investire, sia per il successo della società.

In secondo luogo, sempre in virtù dell'estrema rischiosità dell'investimento, affinché il rendimento del fondo di *venture* sia positivo è essenziale che il *venture capitalist* possa partecipare agli aumenti di valore delle società del portafoglio che raggiungono il successo, incamerando l'eventuale plusvalenza. Nonostante al titolare di strumenti finanziari partecipativi si ritiene possa essere assegnato il diritto agli utili della società alla stessa stregua di quello spettante agli azionisti<sup>697</sup>, questo non sarebbe sufficiente per il *venture capitalist* per rifarsi degli investimenti nelle società che falliscono. Le *startup* innovative, infatti, come si è visto, in genere non producono utili nei primi anni del loro sviluppo e reinvestono i pochi utili prodotti. Pertanto, assegnare all'investitore di *venture* strumenti finanziari partecipativi con diritto agli utili non sembra sufficiente a rendere economicamente sostenibile l'investimento del fondo di *venture*. Il rendimento dell'investitore dipende dalla potenziale crescita di valore della *startup* nel medio-lungo periodo, monetizzabile al momento del disinvestimento<sup>698</sup>. Non poter partecipare in questo *upside* rappresenta un notevole limite ai potenziali profitti del fondo di *venture*, in grado di far venir meno la stessa convenienza dell'investimento.

L'utilizzo di strumenti finanziari partecipativi, ancora, non è sostenibile nemmeno dal lato dell'imprenditore: proprio poiché la *startup* non produce utili, è assai importante che essa non sia gravata dall'obbligo di pagamento di interessi periodici o da un termine per la restituzione del capitale.

Per questi motivi, gli strumenti finanziari partecipativi non sembrano adeguati ad implementare il modello di *business* dei fondi di *venture capital*; e lo

---

<sup>697</sup> BUSANI, SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Società*, 2012, p. 1193.

<sup>698</sup> POLLASTRO, *op.cit.*, p. 2257.

scarso utilizzo di questi strumenti da parte dei fondi dimostra la loro scarsa appetibilità per investimenti estremamente rischiosi come quelli in *startup* innovative.

## **b) Una critica generale all'utilizzo di norme imperative inderogabili e divieti *ex ante***

La tesi cui ora si fa riferimento si ricollega ad un indirizzo interpretativo fondato sulla riforma societaria del 2003 e sull'incremento dell'autonomia statutaria che ne fu tra i motivi ispiratori<sup>699</sup>. Il nuovo quadro legislativo, infatti, presenterebbe la società per azioni come un affare sostanzialmente privato in cui il ruolo del legislatore sarebbe solo quello di agevolare la conduzione dell'impresa da parte di chi ha il potere di gestione, mentre la tutela degli interessi che vi si contrappongono sarebbe affidata unicamente alla contrattazione privata<sup>700</sup>.

In questa prospettiva, parte della dottrina ritiene auspicabile l'adozione di un approccio interpretativo che consideri derogabile ogni disposizione di legge che non sia esplicitamente identificata dal legislatore come imperativa<sup>701</sup>. Alternativamente - si è detto - si dovrebbe quanto meno limitare il tasso di imperatività del diritto societario al profilo della disciplina dell'organizzazione societaria (es.: riparto di competenze tra organi, controlli, ecc.), ammettendo invece la piena libertà delle parti nel regolare i rapporti tra la società e i suoi azionisti/finanziatori, oltre che tra questi ultimi<sup>702</sup>.

In particolare, in relazione al tema di cui si tratta, si è affermato che la grande libertà che viene data alle parti nel determinare il contenuto della partecipazione

---

<sup>699</sup> D'ALESSANDRO F., "La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata". *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 34 ss.

<sup>700</sup> ROSSI, STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma di diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 1 ss., i quali però sono critici rispetto alla scelta del legislatore di privilegiare lo strumento contrattuale per la creazione delle regole societarie.

<sup>701</sup> AGSTNER, GIUDICI, *Startups and Company law: The competitive pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, Law Working Paper n. 471/2019, p. 38 dell'estratto, disponibile su [http://ssrn.com/abstract\\_id=3433366](http://ssrn.com/abstract_id=3433366).

<sup>702</sup> CAPIZZI, *op.cit.*, p. 29 dell'estratto.

sociale consentirebbe di recepire schemi causali assai lontani da quello tradizionalmente previsto dal nostro codice ex art. 2247 c.c. Non vi sarebbe dunque nulla in contrario nel prevedere modalità di finanziamento della società funzionalmente eterogenee e non corrispondenti al modello dell'art. 2247 c.c.<sup>703</sup>. Allo stesso modo, non vi sarebbe nulla in contrario ad ammettere la validità di una clausola di *drag-along*, non essendo a tal fine necessaria né l'equa valorizzazione della partecipazione né l'assegnazione al trascinato di un diritto di prelazione<sup>704</sup>.

Parallelamente, viene criticato l'approccio metodologico di quella parte della dottrina che, nonostante l'evoluzione del sistema normativo e del contesto economico, continua ad individuare dei limiti all'autonomia negoziale delle parti sulla base di costrutti teorici e principi non scritti in tesi non più ricavabili dall'attuale diritto positivo<sup>705</sup>. Si giudicano quindi negativamente quegli interpreti che rimangono "prigionieri del passato" e che non sono in grado di leggere i nuovi testi normativi senza pregiudizi derivanti da costrutti mentali sorti in relazione a norme non più in vigore o dall'incapacità di emanciparsi dalla tradizione<sup>706</sup>.

Oltre alla scorrettezza e rigidità di tale approccio metodologico, viene sottolineata la maggiore efficienza di una lettura interpretativa più flessibile.

In primo luogo, un diritto societario rigido, precludendo alle parti di modulare un certo aspetto del contratto secondo i propri *desiderata*, comporterebbe un aumento dei costi di transazione per i contraenti che devono trovare soluzioni alternative a quelle ideali e correre il rischio che alcune pattuizioni siano

---

<sup>703</sup> D'ALESSANDRO F., *op.cit.*, p. 42 ss.

<sup>704</sup> D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 410-411.

<sup>705</sup> NIGRO, ENRIQUES, *op.cit.*, p. 190-191, i quali attaccano la "*pervasiva tendenza degli interpreti a difendere l'esistenza di numerosissime norme e principi impliciti ricavati dall'applicazione di metanorme che esaltano il ruolo dell'interprete estendendo la provincia del diritto societario inderogabile ben oltre le frontiere definite dalle norme positive*".

Nello stesso senso D'ALESSANDRO C., *op.cit.*, p. 411, il quale condanna "*la non commendevole propensione di certa giurisprudenza a postulare principi inderogabili in grande quantità, soffocando l'autonomia privata con una illiberale rete di lacci e laccioli a tutela dei più vari e fantasiosi interessi generali*". L'autore si riferisce in particolare ai limiti di validità della clausola di *drag-along*.

<sup>706</sup> D'ALESSANDRO F., *op.cit.*, p. 35.

considerate invalide<sup>707</sup>. Queste difficoltà avrebbero inoltre un impatto sulle decisioni di investimento *ex ante*<sup>708</sup>.

In secondo luogo, i divieti inderogabili, che la cultura giuridica italiana sembrerebbe spesso preferire, produrrebbero il moltiplicarsi delle inefficienze, in quanto deputati a dirimere problemi risolvibili anche con il ricorso ad altri istituti<sup>709</sup>.

Si è osservato, infatti, che molti dei limiti inderogabili individuati dalla dottrina maggioritaria nei confronti delle clausole in discussione mirano ad evitare l'eventualità di un uso distorto, scorretto o opportunistico dei diritti che sono attribuiti ad un socio<sup>710</sup>. Tuttavia, secondo la tesi esposta, dal momento che l'abuso da parte del socio beneficiario dei suoi diritti è un fatto solo eventuale, statuire la nullità a priori di queste pattuizioni attraverso l'imposizione di un divieto generale inderogabile non è né giustificabile da un punto di vista interpretativo né efficiente<sup>711</sup>. Per contro, sarebbe preferibile adottare una soluzione più flessibile, che preveda non una proibizione imperativa *ex ante* ma un rimedio di tipo risarcitorio *ex post*; rimedio che presuppone che l'abuso si sia effettivamente verificato e non sia solo temuto<sup>712</sup>. Si pensi ad esempio all'istituto della responsabilità degli amministratori, all'abuso del diritto del socio, o alla disciplina dell'attività di direzione e coordinamento, a seconda dei casi<sup>713</sup>. In questo modo

---

<sup>707</sup> NIGRO, ENRIQUES, *op.cit.*, p. 157.

<sup>708</sup> NIGRO, STAHL, *Venture capital-backed firms, unavoidable value-destroying trade sales, and fair value protections*, 22 *Eur. Bus. Org. Law. Rev.* 39, 2021, *LawFin Working Paper No. 1*. p. 40 dell'estratto, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=3662441>. Gli autori nello specifico si riferiscono al principio di equa valorizzazione.

<sup>709</sup> MAZZONI, *op.cit.*, p. 235.

<sup>710</sup> È il caso sia del divieto di patto leonino (che vuole impedire un potenziale uso distorto dei poteri sociali), sia del principio di equa valorizzazione (che vuole evitare il rischio di espropriazione abusiva del trascinato).

<sup>711</sup> AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 431-432. Gli autori si riferiscono in particolare agli abusi dei diritti di gestione che il divieto di patto leonino mira ad evitare.

<sup>712</sup> CAPIZZI, *op.cit.*, p. 30 dell'estratto. MAZZONI, *op.cit.*, p. 235, nel caso del *drag-along* dubita che il timore di un abuso possa giustificare una proibizione *ex ante* e ritiene preferibile reprimere l'abuso *ex post*.

<sup>713</sup> AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 432. In questo senso anche PENZO, *op.cit.*, p. 151, il quale ritiene scorretta la scelta di politica economica di prevenire con un divieto *ex ante* comportamenti solo ipotetici tutelabili da altri istituti.

verrebbero eliminati solo i comportamenti opportunistici e distruttivi di valore e non anche quelli produttivi di valore, ottenendosi un risultato più efficiente<sup>714</sup>.

**c) L'adozione di un'interpretazione meno restrittiva delle disposizioni "limitative"**

Nel tentativo di venire incontro alle esigenze delle parti, in dottrina sono state avanzate delle interpretazioni meno restrittive delle disposizioni e dei principi che ostacolerebbero il pieno recepimento delle clausole americane.

Come si è visto, con riguardo alle opzioni *put* e alle azioni redimibili, alcuni autori – pur aderendo alla tesi maggioritaria che ritiene applicabile il divieto di patto leonino anche alle società di capitali – hanno proposto l'adozione di un'interpretazione teleologica che consenta di limitare l'applicazione del divieto di patto leonino solo a quelle fattispecie che mettono realmente in pericolo il bene tutelato dalla norma, ovvero la corretta amministrazione della società. Secondo questo ragionamento, quindi, per esempio, potrebbero considerarsi legittimi i patti leonini che escludono dalle perdite il socio di minoranza o il socio privo del diritto di voto. In questo caso, infatti, non vi è il pericolo di una cattiva influenza sulla gestione da parte del socio leone.

Un'altra parte della dottrina, pur non negando la funzione inizialmente svolta dal divieto di patto leonino, ne propone un ridimensionamento alla luce dell'evoluzione del sistema delle società di capitali e, in particolare, dell'introduzione di diverse fattispecie che ammettono una dissociazione tra il potere e il rischio d'impresa.

Sulla stessa stregua la giurisprudenza di legittimità più recente, seppur confermando la portata transtipica dell'art. 2265 c.c. e la sua *ratio* di tutela della corretta amministrazione della società, ha di fatto limitato la sua portata applicativa ai soli patti statutari aventi efficacia reale sull'organizzazione societaria e ha affermato la legittimità delle opzioni di *put* parasociali a scopo di finanziamento.

---

<sup>714</sup> NIGRO, STAHL, *op.cit.*, p. 40 dell'estratto.

Con riguardo al principio di equa valorizzazione e alla sua applicazione nelle *startup VC-financed*, alcuni autori escludono la sua applicabilità *de iure condito* alle clausole di trascinarsi, non riscontrando le stesse esigenze di protezione del trascinato rispetto al socio che subisce la cessione forzata della partecipazione nelle altre ipotesi previste dal codice civile e negando la necessità di una tutela a suo vantaggio.

Altri autori, pur non negando in linea generale l'assimilazione del trascinarsi all'istituto delle azioni riscattabili, con conseguente applicazione del principio equitativo, ritengono sia possibile fare a meno di questo principio qualora la clausola di *drag-along* sia accompagnata da una clausola di prelazione a favore del trascinato. In tal caso, infatti, verrebbe meno la posizione di soggezione di quest'ultimo rispetto alla co-vendita e con essa la necessità di una sua protezione<sup>715</sup>.

Oltre a ciò, alcuni autori considerano legittima la deroga anche *in peius* dei criteri di liquidazione previsti dalla legge per il recesso, così da consentire alle parti di predeterminare il valore di liquidazione, sia al di sopra sia al di sotto del valore patrimoniale attuale della partecipazione<sup>716</sup>.

In aggiunta, al fine di facilitare ulteriormente il disinvestimento del socio finanziatore anche attraverso altre strategie di *exit*, si è detto che nel caso di esercizio di recesso da parte di un socio relativamente ad operazioni idonee a determinare l'*exit* del *venture capitalist*, occorrerebbe adottare dei correttivi o dei metodi di calcolo del valore equo alternativi a quello legale.

Una prima proposta in questo senso è quella di stabilire che il valore equo della partecipazione del recedente sia calcolato con riferimento al valore che la *startup*

---

<sup>715</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 337.

<sup>716</sup> DE LUCA, *Validità delle clausole*, cit., p. 182-183.

Favorevoli alla derogabilità dei criteri legali di liquidazione del recedente NIGRO, STAHL, *op.cit.*, p. 40 ss., secondo cui la non negoziabilità delle norme poste a tutela del *fair value* ("fair value protections") ostacola la formazione dei contratti tra *venture capitalist* e imprenditori e con essa, più in generale, la creazione di valore, a svantaggio del benessere sociale: se un accordo salta a causa della non derogabilità di queste norme, il valore totale prodotto sarà minore.

*VC-financed* ha sul mercato M&A nel momento in cui viene conclusa la transazione di *exit*<sup>717</sup>.

Alternativamente, si è suggerito di calcolare il valore di liquidazione della partecipazione forzosamente dismessa sulla base della concreta conformazione contenutistica delle azioni o della quota del socio uscente, rapportandola alle prerogative delle altre categorie di azioni o quote. In particolare, nel caso di *startup VC-financed*, per determinare il valore della partecipazione del recedente, bisognerebbe tener conto del fatto che vi è una categoria cui è attribuita una preferenza sugli utili e sul ricavato di “eventi di liquidazione” fino ad un certo ammontare. La presenza di una preferenza liquidatoria a vantaggio dell’investitore finanziario, infatti, fa sì che le azioni ordinarie siano in grado di produrre un rendimento solo una volta che il valore della società supera la soglia fissata dalla preferenza. Questa circostanza dovrebbe quindi avere rilevanza nel calcolo per la determinazione del valore di queste azioni. Secondo questa tesi, dunque, si tratterebbe di rileggere l’art. 2473, terzo comma, c.c., riferendo la valutazione non al valore del patrimonio netto della società ma al valore delle prerogative dei singoli soci, secondo il contenuto concreto delle loro quote o azioni e dei diritti in esse incorporati<sup>718</sup>.

Un’altra ipotesi consisterebbe nel valutare l’equità della clausola di *drag-along* inserita in un contratto di *venture* non tanto sulla base dei principi espressi nel caso del recesso, ma attenendosi al più ampio canone della buona fede in ambito contrattuale. In questo modo il *venture capitalist* potrebbe essere condannato a risarcire i danni nei confronti della società finanziata solo nel caso abbia ottenuto vantaggi sproporzionati o abbia agito opportunisticamente<sup>719</sup>.

---

<sup>717</sup> NIGRO, ENRIQUES, *op.cit.*, p. 178 relativamente alle azioni del socio recedente. Nello stesso senso NIGRO, STAHL, *op.cit.*, p. 38.

<sup>718</sup> AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 438.

<sup>719</sup> POLLASTRO, *op.cit.*, p. 2262, la quale sul punto richiama NIGRO, STAHL, *op.cit.*, p. 39 ss. Secondo questi ultimi, tuttavia, come si vedrà nel paragrafo successivo, i vantaggi ottenuti dal *venture capitalist* non potrebbero considerarsi abusivi se dettati dall’esigenza di disinvestimento del fondo di investimento, che deve soddisfare le aspettative di rendimento dei suoi investitori. In questo caso di tratterebbe di un disinvestimento compiuto in buona

Ancora, per rendere più agevole il disinvestimento per il *venture capitalist*, si è suggerito di prevedere una causa di recesso convenzionale legata al verificarsi di un evento futuro (ad esempio il mancato raggiungimento di determinati risultati di *performance* dell'impresa), che legittimi l'*exit* del socio alle condizioni previste in statuto<sup>720</sup>.

#### 4.2. *De iure condendo*

Preso atto della sempre più pressante esigenza, fortemente sentita in particolare per le società chiuse, di avvalersi di modelli societari duttili e adattabili ai bisogni delle imprese, anche coloro che non ritengono superabili o attenuabili *de iure condito* i vincoli di cui si è detto, non sono contrari ad un eventuale allargamento dell'autonomia negoziale in una prospettiva *de iure condendo*. Seguendo la linea evolutiva affermatasi negli ultimi decenni in tutti i modelli organizzativi di società di capitali delle economie di libero mercato, è stata quindi ipotizzato un intervento legislativo che elimini il carattere imperativo di alcune norme, consentendone una deroga in via convenzionale<sup>721</sup>.

Più in particolare, con riguardo alle opzioni *put*, si è affermato che, se effettivamente si accertasse che l'esigenza di ampliare le fonti di approvvigionamento delle società è oggi prevalente rispetto ai benefici in termini di corretta gestione sociale derivanti dal divieto di patto leonino, si potrebbe ipotizzare un allentamento di quest'ultimo<sup>722</sup>.

---

fede dal *venture capitalist*, conforme all'iniziale programma di investimento. Il contratto tra imprenditore e finanziatore di *venture*, infatti, conterrebbe un'implicita "*termination option*" in base alla quale il *venture capitalist*, quando si avvicina il termine di durata del fondo, ha il diritto di disinvestire a prescindere dai danni causati alla società o agli altri soci (p. 43 s.).

<sup>720</sup> GIAMPIERI, *op.cit.*, p. 318. L'autore precisa che, essendo la società a dover pagare il recesso, il socio titolare del diritto di *exit* avrebbe uno specifico interesse al buon andamento della società, potendo quest'ultima soddisfare il pagamento solo in presenza di determinate condizioni patrimoniali ed economiche.

<sup>721</sup> NOTARI, *Exit forzato*, cit., p. 412.

<sup>722</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1174. In questo senso è estremamente interessante l'esempio dell'ordinamento belga che ha accolto le pressanti esigenze manifestate dalla pratica e, con la riforma del diritto societario del 2019, ha abrogato il divieto di patto leonino con

Parimenti, con riguardo alle clausole di *drag-along*, è stata avanzata l'idea di una riforma che elimini la natura ritenuta imperativa delle regole in materia di equa valorizzazione<sup>723</sup>.

Sempre nell'ottica di facilitare il disinvestimento del socio finanziatore, in una prospettiva *de iure condendo*, è stato altresì proposto di eliminare il limite di durata quinquennale dei patti parasociali di cui alla lettera b) dell'art. 2341 *bis* c.c.<sup>724</sup>. Poiché il principio di equa valorizzazione ha trovato finora applicazione solo rispetto alle clausole di *drag-along* stipulate a livello statutario, infatti, i patti parasociali – se non limitati dalla scadenza massima di cinque anni – potrebbero essere efficacemente utilizzati per garantire il disinvestimento del socio.

Visti i possibili abusi cui la previsione di un diritto di trascinarsi espone il socio trascinato, si è altresì ipotizzato nelle società chiuse - considerata l'assenza di un mercato secondario - di garantire ai soci un diritto al disinvestimento, evitando così l'adozione di strumenti, quali le clausole di *drag-along*, che si prestano a poter essere utilizzate in maniera opportunistica<sup>725</sup>. A questo proposito è stata suggerita la previsione di un recesso *ad nutum* dei soci di società chiuse, il quale imporrebbe agli amministratori – ex art. 2437 *quater* c.c. - di offrire le azioni in opzione agli altri soci in proporzione al numero di azioni possedute; e, nel caso in cui alcune rimanessero inoprate, il collocamento presso terzi, ovvero, in mancanza di questo, il rimborso mediante acquisto da parte della società<sup>726</sup>.

Per la verità, il nostro codice civile, all'art. 2437, comma terzo, c.c. già prevede, nel caso di società chiusa costituita a tempo indeterminato, il diritto di recesso *ad nutum* con un preavviso di almeno 180 giorni. La giurisprudenza della Cassazione, tuttavia, ha escluso che la norma possa applicarsi nel caso di società che prevedano

---

riferimento alla sopportazione delle perdite, non essendo dunque neanche più necessario dimostrare la finalità di finanziamento della pattuizione ai fini della sua ammissibilità.

<sup>723</sup> NOTARI, *Exit forzato*, cit., p. 413. L'autore non ritiene possibile pervenire a questo risultato in una prospettiva *de iure condito*, occorrendo a tal fine uno specifico intervento del legislatore.

<sup>724</sup> NOTARI, *Exit forzato*, cit., p. 413.

<sup>725</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 346.

<sup>726</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 348-349.

una durata sì limitata, ma comunque estremamente lontana, di molto eccedente la vita umana. Una parte della dottrina auspica dunque una revisione di tale orientamento giurisprudenziale e l'adozione di una lettura più estensiva della disposizione in oggetto<sup>727</sup>.

In alternativa, sempre nel tentativo di favorire la diffusione di società che assicurino il diritto al disinvestimento dei soci, secondo alcuni sarebbe altresì auspicabile un intervento normativo che prevedesse che le società di capitali siano di *default* contratte a tempo indeterminato, salvo espressa previsione contraria<sup>728</sup>.

Al posto del recesso *ad nutum*, al fine di agevolare il disinvestimento del *venture capitalist*, è stata proposta anche la modifica del dovere fiduciario dell'organo amministrativo di una società per quanto riguarda le decisioni di *exit*, ovvero la sua derogabilità<sup>729</sup>. Se il processo decisionale di una società è governato per tutta la durata dell'impresa dalla regola della massimizzazione della ricchezza complessiva dei soci, infatti, il socio finanziatore può disinvestire solo se questa scelta è anche quella che massimizza il benessere dei soci, esponendosi altrimenti ad un'azione risarcitoria da parte dei soci per il sacrificio di valore da questi subito<sup>730</sup>. Soluzione più efficiente sarebbe allora quella di consentire al *venture capitalist*, una volta che si è entrati nella seconda fase dell'impresa e ci si avvicina alla data di scadenza del fondo, di disinvestire "sempre e comunque", a prescindere dalla circostanza che questa scelta possa comportare la distruzione di una data frazione della complessiva ricchezza dei soci, ovvero anche quando il valore di acquisizione sia inferiore al valore attuale della *startup*<sup>731</sup>.

A sostegno di questa tesi si afferma che il socio imprenditore in sede di conclusione del contratto con il *venture capitalist* assegnerebbe implicitamente

---

<sup>727</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 349.

<sup>728</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io*, cit., p. 349.

<sup>729</sup> MOSCO, NIGRO, *op.cit.*, p. 257 ss. La tesi non riguarda solo il *venture capital* ma in generale tutti gli investimenti di *private equity*.

<sup>730</sup> MOSCO, NIGRO, *op.cit.*, p. 263. La modifica proposta riguarderebbe principalmente le decisioni di *exit* che richiedono l'approvazione del consiglio di amministrazione della società.

<sup>731</sup> MOSCO, NIGRO, *op.cit.*, p. 263 ss.

all'investitore una *termination option*, la quale legittimerebbe tutti i comportamenti e decisioni che il *venture capitalist* pone in essere nella seconda fase del rapporto al fine di disinvestire<sup>732</sup>. Poiché l'imprenditore avrebbe tacitamente accettato questa condizione, non sarebbe corretto consentirgli di recuperare quella frazione dei proventi cui egli avrebbe *ab initio* coscientemente rinunciato<sup>733</sup>. Il diritto societario dovrebbe allora rispettare la volontà contrattuale espressa dalle parti nel contratto di investimento, senza ostacolare la sua esecuzione attraverso l'imposizione di un dovere fiduciario inderogabile a vantaggio dell'imprenditore<sup>734</sup>.

Con soluzione ancor più innovativa, per riuscire a soddisfare meglio gli interessi delle parti degli accordi di investimento, alcuni autori hanno proposto di introdurre *ex novo* un tipo societario equivalente a quello della "Limited Liability Company" del sistema USA, attraverso il quale le parti potrebbero beneficiare della responsabilità limitata e allo stesso tempo organizzare il proprio rapporto come preferiscono, nella quasi assoluta libertà. Prevedere una nuova e autonoma organizzazione societaria - si è detto - consentirebbe di liberarsi di quelle opinioni dottrinali che, ora in nome della tutela dei creditori, ora in nome della tutela del socio di minoranza, limitano la libertà contrattuale delle parti all'interno dei tipi societari già noti<sup>735</sup>.

---

<sup>732</sup> MOSCO, NIGRO, *op.cit.*, p. 264 ss.

<sup>733</sup> MOSCO, NIGRO, *op.cit.*, p. 263.

<sup>734</sup> MOSCO, NIGRO, *op.cit.*, p. 266 ss.

<sup>735</sup> AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Startups and Company law*, cit., p. 38 dell'estratto.

## SEZIONE SECONDA L'ANALISI

SOMMARIO: **PREMESSA:** a) Inquadramento del problema; b) Piano dell'indagine. **CAPITOLO 1. IL DIVIETO DI PATTO LEONINO NELLE SOCIETÀ DI CAPITALI.** 1.1. Una verifica della sua *ratio*; 1.2. La sua interpretazione sistematica; 1.3. Sulla validità delle opzioni di *put*. L'art. 2247 c.c.; 1.4. Sulla validità delle azioni redimibili o riscattande; 1.5. Ragioni dell'opportunità di un intervento legislativo: a) La regola della proporzionalità non assicura la corretta amministrazione; b) La regola della proporzionalità non è indispensabile alla corretta amministrazione; c) L'esigenza di finanziamento andrebbe oggi privilegiata. **CAPITOLO 2. IL DIVIETO DI PATTO LEONINO NELLE STARTUP VC-FINANCED.** 2.1. Una verifica della sua *ratio*: a) L'indiretta esclusione dalle perdite non è garanzia di rimborso per il VC; b) La peculiare struttura finanziaria delle *startup VC-financed*; c) Il peculiare modello di governo societario delle *startup VC-financed*; 2.2. Sulla validità delle opzioni *put* e delle azioni redimibili; 2.3. Ragioni dell'opportunità di un intervento legislativo: a) L'esigenza di finanziamento è massima; b) Il livello di rischio ottimale nelle *startup* innovative non sempre è quello imposto dal divieto di patto leonino; 2.4. Le conseguenze dell'interpretazione sistematica proposta. **CAPITOLO 3. IL DIRITTO DI DRAG-ALONG E I SUOI LIMITI DI VALIDITÀ.** 3.1. Il principio di equa valorizzazione: a) Sulla sua portata imperativa; b) Una verifica della sua efficienza; c) Sull'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437 ter c.c.; 3.2. Il dovere fiduciario verso il mandante.

### PREMESSA

#### a) Inquadramento del problema

Gli investimenti di *venture capital* sono in grado di risolvere un importante problema nelle economie di mercato: connettere imprenditori con tante idee ma pochi soldi, con investitori che hanno tanti soldi ma poche idee.

Assicurare che gli imprenditori abbiano a disposizione le risorse finanziarie sufficienti per sviluppare le proprie idee non è però l'unico elemento necessario per promuovere l'innovazione. Al finanziamento iniziale della *startup* deve seguire anche il corretto uso delle risorse ricevute: l'impresa innovativa non deve essere gestita nell'interesse personale dei propri amministratori o di alcuni soci, ma in

modo da massimizzare la ricchezza complessiva della società. Parimenti, gli accordi delle parti non devono inficiare il corretto funzionamento dell'organizzazione societaria.

Sotto questo profilo, l'analisi del sistema americano svolta nella parte prima del lavoro mostra che: i) il rischio di distorsioni gestorie e abusi nelle *startup* innovative è tutt'altro che remoto; ii) gli abusi possono esservi sia da parte dei soci fondatori, sia da parte dei soci finanziatori.

Le decisioni di *exit* mettono bene in luce questa contrapposizione di interessi, nonché i risultati non ottimali che la prevalenza dell'interesse personale dell'uno o dell'altro socio può di volta in volta produrre. Nessun socio, infatti, ha incentivi perfettamente allineati con l'interesse dell'impresa: sia imprenditore sia finanziatore possono trovarsi in situazioni in cui risulta più conveniente prendere decisioni che non massimizzano la ricchezza della società pur di soddisfare il proprio interesse individuale<sup>736</sup>.

Il rischio di comportamenti scorretti da parte dei gestori è confermato dai numerosi scandali gestionali che si sono di recente verificati all'interno di *startup* di grande successo, i quali hanno fatto emergere, da un lato, gli illeciti dei fondatori a capo di queste società e, dall'altro, il monitoraggio poco attento dei *venture capitalist* sul loro operato, suggerendo un atteggiamento eccessivamente *founder-friendly* da parte di questi ultimi<sup>737</sup>.

Chiarita l'importanza sia di finanziare le imprese, sia di preservare il corretto funzionamento delle società finanziate, per un legislatore interessato a promuovere l'innovazione del sistema economico la sfida è quella di trovare il miglior bilanciamento tra la libertà da lasciare alle parti nell'organizzare il proprio rapporto, da un lato, e gli strumenti da impiegare per ridurre al minimo il rischio che esse agiscano in maniera scorretta, dall'altro.

---

<sup>736</sup> Vedi parte prima, capitolo 3, par. 3.1. e 3.2.

<sup>737</sup> Vedi parte prima, capitolo 6, par. 6.1., lett. b).

In altri termini, per sostenere lo sviluppo di idee innovative è importante sia incentivare gli investimenti in una prospettiva *ex ante*, sia limitare il verificarsi di comportamenti opportunistici in una prospettiva *ex post*. Sotto questo profilo, si rileva che non sempre il risultato ottimale *ex post* è il risultato ottimale *ex ante*, e viceversa. Se una norma imperativa, pur assicurando un risultato ottimale *ex post*, non assicura un sufficiente numero di finanziamenti *ex ante*, non è detto che essa sia la norma più efficiente per il sistema. Invero, è meglio che la società nasca o che possa continuare ad operare piuttosto che essa muoia prematuramente per mancanza di finanziamenti. Se viceversa, in assenza di divieti o limiti *ex ante*, il numero di finanziamenti aumenta ma si verificano episodi di cattiva gestione o di fallimenti nella maggior parte delle società finanziate, non è detto che l'ampliamento dell'autonomia negoziale rappresenti la soluzione di politica legislativa più efficiente.

Le sezioni precedenti mostrano come il sistema americano e il sistema italiano affrontino il problema descritto, ovvero in che modo realizzino (o non realizzino) quel bilanciamento tra l'esigenza di finanziare le imprese venendo incontro agli interessi delle parti del contratto di investimento e l'esigenza di assicurare il corretto funzionamento dell'organizzazione societaria.

Il sistema americano, come si è visto, privilegia enormemente l'autonomia negoziale delle parti per favorire gli investimenti in un'ottica *ex ante*, mentre per quanto riguarda la repressione degli abusi si limita a prevedere dei rimedi esercitabili *ex post* una volta che l'abuso si è concretamente verificato.

Grazie all'ampia autonomia negoziale, solitamente il socio finanziatore è in grado di esercitare una influenza notevole sulla gestione della *startup*, riceve garanzie di ritorno dell'investimento superiori a quelle dell'imprenditore (sia per quanto riguarda il diritto agli utili, sia per quanto riguarda il ricavato di determinati "eventi di liquidazione") e si assicura la possibilità di disinvestire dopo un certo lasso di tempo. Più in particolare, in genere, in cambio del finanziamento, al socio di *venture* è assegnata una partecipazione considerevole nella società, la quale è dotata di

speciali diritti di nomina e di controllo sul *management*; del diritto di ottenere in via prioritaria il ricavato di alcune operazioni fino ad una certa soglia prefissata (*liquidation preference*); e di alcuni diritti di *exit* (per esempio, tra i più comuni un diritto di *redemption* o un diritto di *drag-along*). In virtù di queste prerogative, l'investitore di *venture* è posto nelle condizioni di soddisfare il proprio interesse finanziario ed è quindi disposto ad investire.

Per quanto riguarda gli strumenti volti a ridurre i comportamenti opportunistici o di *mala gestio* delle parti, invece, il diritto nordamericano si affida principalmente alla previsione di un dovere fiduciario (*duty of loyalty*) del *board of directors*, in forza del quale gli amministratori devono agire in modo disinteressato e indipendente, in buona fede e nell'onesta convinzione che l'azione presa sia nel migliore interesse della società e dei suoi soci<sup>738</sup>. La violazione di questo dovere obbliga gli amministratori a risarcire il danno causato. La regola di responsabilità, dunque, funge sia da disincentivo al compimento di condotte scorrette dei *directors* in chiave preventiva, sia - a posteriori - come sanzione per coloro che non sono stati disincentivati.

È bene qui richiamare anche che, secondo la giurisprudenza del Delaware, all'interno delle *venture capital backed firms*, ove di regola vi sono due categorie di *shares* (*common* e *preferred shares*), il dovere fiduciario è posto al fine della massimizzazione del valore dei *common shareholders* (caso *Trados*)<sup>739</sup>. Il rispetto di questo dovere entra in gioco anche con riguardo all'esecuzione da parte della società di alcuni diritti contrattuali di *exit* assegnati ai *preferred* (diritto di *redemption* e diritto di *drag-along*)<sup>740</sup>.

Dalle decisioni esaminate emerge come i giudici diano grande spazio alla considerazione delle specifiche caratteristiche del contesto di riferimento, avendo ben presente le peculiarità del mercato di *venture capital*, delle *startup* che da questo

---

<sup>738</sup> Il *duty of loyalty* richiede agli amministratori di agire “*on a disinterested and independent basis, in good faith, with an honest belief that the action is in the best interests of the company and its stockholders*”.

<sup>739</sup> Vedi parte prima, capitolo 4, par. 4.1., lett. c).

<sup>740</sup> Vedi parte prima, capitolo 5, par. 5.1. e 5.2.

traggono le risorse finanziarie di cui hanno bisogno e della loro compagine societaria. A tal proposito si è infatti parlato di “sectoral regulation”, ovvero di una normativa di settore modellata unicamente sulle *venture capital backed firms*<sup>741</sup>.

Nel sistema italiano, invece, a causa di un’autonomia negoziale assai più ristretta, imprenditori e investitori trovano non poche difficoltà nel vedere pienamente assecondati i propri interessi a livello contrattuale. In particolare, l’analisi svolta mostra gli ostacoli incontrati da coloro che decidono di investire nelle *startup* italiane in relazione all’esecuzione delle più frequenti clausole di *exit*. I limiti principali - almeno secondo quanto affermato dalla dottrina maggioritaria - sarebbero posti al fine di evitare possibili comportamenti scorretti o abusi *ex post*; più nello specifico, il rischio di un’amministrazione scorretta della società nel caso del divieto di patto leonino, ovvero il disinvestimento forzoso di un socio ad un valore per lui pregiudizievole nel caso del principio di equa valorizzazione della partecipazione.

In ragione di ciò, la validità delle opzioni parasociali di *put*, delle azioni redimibili e delle clausole di *drag-along* nel nostro ordinamento è oggi quanto mai incerta non solo in dottrina ma anche in giurisprudenza. Questa incertezza non può che avere un impatto sui comportamenti delle parti.

Gli investitori, infatti, sono più restii ad investire: pur avendo negoziato le clausole di *exit*, infatti, non sono sicuri di poter uscire dalla società quando lo desiderano e alle condizioni pattuite, dal momento che corrono il rischio che tali clausole vengano dichiarate nulle per violazione dei menzionati limiti.

Gli imprenditori, di conseguenza, incontrano maggiori difficoltà nel reperire nuovi capitali. Una volta ottenuti, inoltre, è assai frequente che, pur avendo scientemente stipulato la clausola in oggetto, ne contestino *ex post* la validità per

---

<sup>741</sup> Così CABLE, *A decade of Trados*, cit., 2023, che valuta la possibilità di estendere questo modello anche ad altri contesti.

sottrarsi alla sua esecuzione, qualora essa si riveli in concreto non conveniente per loro.

Quanto detto rappresenta uno dei fattori che spiega come mai in Italia si registri uno sviluppo ancora ristretto del mercato di investimenti di *venture capital*, una notevole difficoltà di disinvestimento degli investitori e un sostanziale scollamento tra quelle che sono le necessità di finanziamento delle imprese (specie quelle innovative) e il sistema normativo italiano.

Alla luce della situazione descritta, l'obiettivo dell'analisi è di stabilire se i limiti di validità che sono stati individuati rispetto alle clausole di *put*, alle azioni redimibili e alle clausole di *drag-along* sono realmente presenti, se è opportuno mantenerli in un'ottica efficientistica e quali eventuali accorgimenti debbano essere attuati, *de iure condito* o *de iure condendo*, per migliorare l'attuale quadro.

## **b) Piano dell'indagine**

Prima di passare ad esaminare il nucleo della questione, appare opportuno premettere alcune precisazioni in relazione al metodo di analisi adottato.

Come si è visto, la dottrina maggioritaria ha individuato le principali cause di invalidità delle clausole di *exit* esaminate nell'applicazione di principi non scritti di carattere imperativo; principi che sono stati ricavati in via interpretativa da alcune disposizioni del sistema normativo, e sono ritenuti ormai da tempo a tutti gli effetti parte del diritto positivo (nello specifico il principio di correlazione potere-rischio<sup>742</sup> e il principio di equa valorizzazione della partecipazione<sup>743</sup>). E' proprio attraverso il ricorso a questi principi, infatti, che il dettato di alcune norme viene esteso oltre i confini applicativi previsti espressamente dal codice, per regolare nuove fattispecie create nella prassi dagli operatori economici. Ebbene, l'utilizzo a fini interpretativi di questi principi impliciti asseritamente inderogabili

---

<sup>742</sup> Vedi parte seconda, sezione prima, capitolo 1, par. 1.2., lett. a).

<sup>743</sup> Vedi parte seconda, sezione prima, capitolo 3, par. 3.3.1.

dell'ordinamento è stato criticato da alcuni autori, i quali ritengono che questo approccio impedisca di leggere le nuove disposizioni senza pregiudizi e condizionamenti del passato, irrigidendo ingiustificatamente il nostro diritto societario.

In proposito, essendo il ricorso ai principi generali dell'ordinamento in chiave interpretativa espressamente richiesto dall'art. 12 delle Preleggi<sup>744</sup>, è vero che l'autonomia statutaria è tenuta a fare i conti con l'esistenza di principi generali non scritti desumibili dal sistema di diritto societario. È vero anche, però, che l'interpretazione di questi principi non può non essere influenzata dalle norme di diritto positivo di nuova introduzione<sup>745</sup>. A causa dei cambiamenti del tessuto normativo e del contesto economico, infatti, non è detto che un principio che poteva dirsi valido nel 1942 sia oggi ancora ricavabile dal sistema o che vi abbia la stessa portata. Il principio è una regola generale che si ricava dall'insieme di più norme. La sua persistenza andrebbe dunque verificata sulla base del diritto positivo odierno attraverso un'interpretazione evolutiva che tenga conto delle riforme e novità introdotte nel tempo, posto che altrimenti verrebbe vanificato qualsiasi intento innovatore del legislatore.

Si è detto altresì che l'applicazione di questi principi impliciti contribuisce a rendere il nostro diritto societario poco flessibile, precludendo alle parti di modulare determinati aspetti del contratto secondo i propri *desiderata*. Per contro - si è detto - il diritto societario dovrebbe assecondare il più possibile la volontà delle parti e lasciarle libere di stipulare i contratti di investimento che preferiscono. In questo modo, infatti, verrebbe favorita la conclusione di un numero maggiore di accordi, sempre più imprese verrebbero finanziate e si produrrebbe complessivamente un risultato più efficiente.

---

<sup>744</sup>Art. 12 Preleggi, secondo periodo: *"Se una controversia non può essere decisa con una precisa disposizione, si ha riguardo alle disposizioni che regolano casi simili o materie analoghe; se il caso rimane ancora dubbio, si decide secondo i principi generali dell'ordinamento giuridico dello Stato"*.

<sup>745</sup>IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in Cian G. (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 143 ss.

Al riguardo può osservarsi - posto che l'autonomia negoziale delle parti può essere ampliata solo nei limiti in cui ciò è consentito dall'ordinamento positivo - che la disapplicazione di una data disposizione, o l'eliminazione di un certo limite all'autonomia negoziale delle parti, possono correttamente affermarsi solo se ciò rientra tra le possibili interpretazioni consentite dal diritto vigente.

In secondo luogo - al di là della considerazione che non sempre la contrattazione privata, ovvero il mercato, è in grado di produrre un sistema efficiente<sup>746</sup> - non tutto può valutarsi sempre e solo in termini di efficienza. Quando l'attività delle parti genera delle esternalità, ossia quando la convenienza economica dei contraenti è ottenuta a spese di altri soggetti, la libertà negoziale delle parti trova un limite; e vi sono contesti in cui è necessario che il legislatore intervenga per evitare che l'attività economica si svolga in contrasto con l'utilità sociale, come richiesto dall'art. 41 della Costituzione.

I principi in discussione (divieto di patto leonino, equa valorizzazione) si inseriscono in questo quadro e sono posti sul presupposto che l'uno rappresenti la soluzione più efficiente dal punto di vista economico, consentendo di ridurre gli opportunismi gestionali, e l'altro tuteli il socio debole da un pregiudizio ingiusto.

La presente sezione si propone di verificare questo assunto, ovvero di stabilire se, alla luce del complesso dell'ordinamento, l'applicazione delle norme e dei principi citati rappresenti realmente la soluzione più efficiente, tenendo presente sia la prospettiva *ex ante* sia la prospettiva *ex post*.

L'approccio scelto è quello tipico dell'analisi economica, in base alla quale il diritto viene analizzato sulla base di un calcolo costi-benefici delle varie norme e del contributo che esse possono dare all'efficienza complessiva del sistema<sup>747</sup>. Come è noto, questo tipo di analisi suggerisce di preferire tra diverse interpretazioni possibili quella che produce i risultati complessivamente più efficienti, ovvero

---

<sup>746</sup> SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. Civ.*, 2004, I, p. 71.

<sup>747</sup> DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, Giuffrè, 2002, p. 1 ss.

quella che assicura il massimo benessere collettivo. Essa, dunque, non prende in considerazione il benessere dei soli contraenti: oltre agli interessi di imprenditori e investitori, rilevano anche gli interessi della società e della comunità in generale, ovvero dell'insieme dei terzi che, direttamente o indirettamente, sono interessati dall'attività di impresa e che beneficiano dei risultati del progresso e dell'innovazione.

Pur tenendo ben presenti i limiti di un'analisi fondata unicamente su un calcolo di tipo economico-efficientistico<sup>748</sup>, si ritiene in ogni caso che "l'analisi degli effetti delle norme rappresenti un passaggio essenziale dell'attività del giurista", la cui interpretazione non può senz'altro prescindere dalla considerazione delle conseguenze di una certa disposizione.

## **CAPITOLO 1. IL DIVIETO DI PATTO LEONINO NELLE SOCIETÀ DI CAPITALI**

Come si è visto<sup>749</sup>, secondo la dottrina maggioritaria, l'articolo 2265 c.c. vieta *ex ante* la conclusione di un patto di esclusione dagli utili o dalle perdite della società in quanto esso potrebbe portare *ex post* ad una scorretta gestione dell'impresa. Per questo motivo, pur non rappresentando l'alternativa più efficiente dal punto di vista dell'incentivazione degli accordi *ex ante*, la dottrina dominante lo considera un principio efficientistico sotto un profilo *ex post*, in grado di assicurare la corretta amministrazione della società.

Nel presente capitolo il primo passo è quello di sottoporre a verifica quest'ultima affermazione, al fine di accertare se effettivamente l'art. 2265 c.c. sia in grado di assicurare la corretta amministrazione di una società di capitali e possa dunque dirsi efficiente in questa prospettiva (par. 1.1.). Una volta verificata la *ratio* della disposizione, si valuterà la sua coerenza sistematica nel quadro normativo attuale (par. 1.2.). Alla luce di ciò si trarranno delle conclusioni circa la validità delle

---

<sup>748</sup> Sul punto vedi DENOZZA, *op.cit.*

<sup>749</sup> Vedi parte seconda, sezione prima, capitolo 1, par. 1.2., lett. a).

opzioni di *put* e delle azioni redimibili nel nostro ordinamento *de iure condito* (par. 1.3. e 1.4.), valutando anche l'opportunità di introdurre una modifica *de iure condendo* (par. 1.5.).

La stessa indagine sarà successivamente svolta con riguardo allo specifico contesto dei *venture capital investments* (capitolo 2).

L'analisi si concentrerà sul divieto di esclusione dalle perdite: è infatti questo il profilo che viene maggiormente in rilievo nei contratti di *venture capital*, nonché quello che ha generato il dibattito dottrinale e giurisprudenziale di cui si è detto nella prima sezione con riguardo alle opzioni di *put* e alle azioni redimibili. Non sembra sbagliato, peraltro, giudicare l'efficacia del divieto di esclusione dalle perdite separatamente rispetto all'efficacia del divieto di esclusione dagli utili. Nulla toglie infatti che il giudizio cui si perviene possa essere diverso per le due componenti del divieto<sup>750</sup>.

### **1.1. Verifica della sua *ratio***

Secondo la dottrina maggioritaria, come si è visto, l'art. 2265 c.c. vieta l'esclusione di un socio dagli utili o dalle perdite della società, sul presupposto che solo il socio che partecipa agli utili e alle perdite sia in grado di amministrare la società correttamente, in quanto l'unico ad avere interessi in linea con la massimizzazione del valore dell'impresa. Per contro, *“l'esigenza di un corretto esercizio del potere di gestione del socio verrebbe...compromessa dall'esclusione del socio dalle perdite, perché questa situazione lo indurrebbe a privilegiare affari più*

---

<sup>750</sup> A giustificare questo approccio giova anche ricordare che molti ordinamenti oggi prevedono solo il divieto di esclusione dagli utili, mentre non hanno mai avuto o hanno eliminato nel corso del tempo il divieto di esclusione dalle perdite. Sul punto va ricordato, inoltre, che nel codice civile del 1865 il divieto di patto leonino era espresso in due commi diversi, l'uno relativo alla esclusione dagli utili, l'altro alla esclusione dalle perdite (v. infatti l'art. 1719, co. 1: “E' nulla la convenzione che attribuisce ad uno dei soci la totalità dei guadagni”; e l'art. 1719, co. 2: “Parimente è nulla la convenzione per cui i capitali effetti posti in società da uno o da più soci si dichiarassero esenti da qualunque contributo nelle perdite”).

*azzardati, purché gli apparissero prospettivamente più proficui, posto che in ogni caso non sopporterebbe le conseguenze di un loro esito negativo”<sup>751</sup>.*

Questo principio economico sarebbe applicabile anche alle società di capitali rispetto alle quali sussisterebbe la stessa esigenza (*eadem ratio*) di assicurare un’amministrazione efficiente, evitando vengano presi dei rischi inadeguati e non ottimali per la società. Ciò pur con la precisazione che nelle società di capitali i soci non sono in quanto tali amministratori della società e possono influenzare le scelte dell’organo gestorio solo in via mediata, per cui l’efficacia del principio sarebbe solo indiretta<sup>752</sup>.

Per vagliare la fondatezza di questa argomentazione è opportuno partire dalla simulazione di un caso pratico.

Due giovani donne, che per anni hanno lavorato come dipendenti in un centro estetico, decidono di aprire una loro attività che offrirà servizi di solarium e di estetica. Esse costituiscono quindi una società di capitali, versano entrambe dei conferimenti per un valore di 100 (totale 200), ricevono una partecipazione del 50% ciascuna e stabiliscono che una di esse, socia A, ha il diritto di vendere la sua partecipazione alla socia B, al prezzo di 100 (prezzo di acquisto) dopo un anno.

Si pone da subito la scelta gestoria su quali macchinari acquistare per svolgere i servizi di estetica. Con il *budget* a disposizione, per ogni servizio offerto si pongono due scelte: a) acquistare un macchinario X già collaudato, disponibile e usato presso i migliori centri estetici del mondo; ovvero b) acquistare un macchinario Y introdotto da pochissimo tempo sul mercato, la cui efficacia è ancora in fase di sperimentazione, ma che promette una efficacia notevolmente superiore.

Se il macchinario Y si rivelasse avere effetti nettamente superiori rispetto ai macchinari più diffusi, i profitti del centro estetico andrebbero alle stelle, perché risulterebbe l’unico centro estetico della zona dotato del macchinario; se, tuttavia, questo si rivelasse assai meno efficace dei macchinari usati altrove, la società

---

<sup>751</sup> Così, Coll. Arb., 7 aprile 2020, citato da PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1153-1154.

<sup>752</sup> Qualsiasi riferimento all’efficacia del principio sull’amministrazione della società che si trovi nel prosieguo dell’esposizione deve, dunque, essere inteso come efficacia indiretta.

fondata dalle due socie si ritroverebbe in breve tempo in una situazione di grave crisi. Viceversa, la scelta del macchinario X, secondo un'analisi di mercato svolta sulla zona di operatività del centro, consentirebbe di attirare con relativa certezza un numero  $x$  di clienti, con un margine di profitto del 15%.

La società delle due socie è dunque chiamata a scegliere tra due opzioni gestorie: una più rischiosa consistente nell'acquistare macchinari di tipo Y e una più prudente consistente nell'acquistare i macchinari di tipo X<sup>753</sup>.

Per stabilire quale delle due opzioni è quella ottimale per la società, ovvero quella che ne massimizza il valore, è possibile calcolare il valore atteso associato a ciascuna delle due scelte dal punto di vista della società. Si esprime il valore atteso o rendimento atteso di un certo investimento come: Valore atteso = Probabilità di (successo) x (valore associato al successo) + Probabilità di (fallimento) x (valore associato al fallimento). Ci riferiamo alla scelta più rischiosa come scelta y), ovvero scelta del macchinario Y; e alla scelta meno rischiosa come scelta x), o scelta del macchinario X. Chiamiamo A la socia esclusa dalle perdite titolare dell'opzione *put* e B la socia che partecipa alle perdite, soggetta all'esercizio dell'opzione di *put* da parte dell'altra socia.

#### *Calcolo del valore atteso per la società.*

La società delle due socie ha capitale iniziale pari a 200 (ogni socia ha conferito 100).

Si ipotizzi che se si compra il macchinario Y, la società abbia il 10% di probabilità che le cose vadano bene, e in questo caso, nel giro di un anno, si ritroverebbe con 400 (i 200 investiti dalle socie + 200 di utili); se le cose vanno male, invece, il che avverrà al 90% delle probabilità, essa, perderà i 200 iniziali (l'intero capitale sociale) e si ritroverà con 0. Il valore atteso di questa scelta b) sarà perciò pari a:  $10\% \times 400 + 90\% \times 0 = 40$ .

---

<sup>753</sup> Per semplicità non si considerano altre opzioni a disposizione della società quali l'acquisto di macchinari di tipo a) per certi servizi, e di macchinari di tipo b) per altri.

Se si compra il macchinario X, la società, se le cose vanno bene, tra un anno, al 90% si ritroverà con 230 (i 200 iniziali + 30 di utili), mentre al 10 % (probabilità associata allo scenario negativo) non riuscirà a produrre utili e perderà l'intero capitale sociale. Il valore atteso è allora:  $90\% \times 230 + 10\% \times 0 = 207$ .

Dati questi valori numerici, la soluzione più efficiente per la società è quella meno rischiosa (x), il cui valore atteso è 207, opposto ad un valore atteso di soli 40 associato alla prima scelta.

Se anche si dovesse immaginare, nel caso di scelta del macchinario più rischioso Y, un valore associato al successo superiore, per esempio - anziché 400 - 500, nulla cambia. Il valore atteso della prima scelta sarebbe 50 che è comunque largamente inferiore ai 207 che ci si aspetta dalla seconda scelta. Solo nel caso in cui la prima scelta dovesse promettere valori superiori a 2100, le cose cambierebbero (il 10% di 2100 è 210 quindi  $> 207$ ).

Stabilito quale sia la scelta ottimale per la società, occorre ora verificare se le socie hanno interessi in linea con quello della massimizzazione del valore della società, ovvero se - come supposto dal divieto di patto leonino - solo la socia che partecipa alle perdite abbia gli incentivi che la inducano a preferire questa scelta gestoria.

La verifica può essere fatta calcolando il valore atteso delle due scelte gestorie nella prospettiva individuale di ciascuna delle due socie.

#### *Calcolo del valore atteso per la Socia A.*

L'investimento della socia A è pari a 100. A, tuttavia, sopporta un rischio di perdite pari a zero, perché formalmente esclusa dalle perdite per via dell'opzione put<sup>754</sup>.

---

<sup>754</sup> Questo presuppone che la socia A sia certa che la socia B abbia la disponibilità finanziaria per pagare l'opzione. Se quest'ultima però non dovesse avere i 100 da dare ad A, l'opzione di *put* non sembra sufficiente per escludere A dal rischio di perdite.

Utilizzando le stesse percentuali ipotizzate nell'esempio precedente, si calcola che, se si compra il macchinario Y, la socia esclusa dalle perdite ha il 10% delle probabilità che le cose vadano bene, e, in questo caso, tra un anno si ritroverà con un valore di 200; mentre, se le cose vanno male, il che avverrà al 90% delle probabilità, essa, nonostante l'azzeramento del capitale, grazie all'opzione *put* potrà ottenere indietro quanto investito (100). Il valore atteso della scelta più rischiosa b) è allora per lei pari a:  $(10\% \times 200) + (90\% \times 100) = 20 + 90 = 110$ .

Se si acquista il macchinario X, invece, la socia A esclusa dalle perdite, ha il 90 % di probabilità che le cose vadano bene ritrovandosi con un valore di 115 alla fine dell'anno; mentre se le cose vanno male al 10 % (probabilità associata allo scenario negativo) si vedrà rimborsati i suoi 100 iniziali a seguito del pagamento dell'altra socia che subisce l'esercizio dell'opzione *put*. Il valore atteso di questa seconda scelta sarebbe allora pari a:  $(90\% \times 115) + (10\% \times 100) = 103.5 + 10 = 113.5$ .

L'opzione economicamente più conveniente, sulla base dei valori dell'esempio, è, anche per la socia esente da perdite, la seconda, ovvero quella meno rischiosa ( $113.5 > 110$ ).

Se dovessero cambiare le percentuali o i valori associati allo scenario positivo o negativo (o entrambi), potremmo però avere un risultato diverso: potrebbe infatti risultare che è la prima la scelta economicamente più conveniente per la socia leonina. Per esempio, se in caso di acquisto del macchinario più rischioso Y, il valore associato al successo fosse, anziché 200, 250, il valore atteso di questa opzione gestoria per la socia A sarebbe  $(10\% \times 250) + (90\% \times 100) = 25 + 90 = 115$ . Essendo 115 maggiore di 113.5, la socia in questo caso dovrebbe razionalmente preferire la prima scelta gestoria. E ciò in contrasto con quella che è la scelta preferibile per la società nel medesimo scenario.

#### *Calcolo del valore atteso per la Socia B.*

L'investimento della socia B è pari a 100. B, partecipando alle perdite della società, rischia di perdere i 100 conferiti e, in aggiunta, rischia di dover dare 100 ad A se questi esercita l'opzione *put*.

Se si compra il macchinario Y, la socia B che partecipa alle perdite ha il 10% di probabilità che le cose vadano bene, e, nel qual caso, si ritroverà nel giro di un anno con un valore di 200. Viceversa, se le cose vanno male, il che avverrà con una probabilità del 90%, essa, a seguito dell'azzeramento del capitale sociale, perderà i 100 iniziali, ritrovandosi con 0 (e in più dovrà restituire 100 alla sua socia). Il valore atteso della scelta per lei è:  $10\% \times 200 + 90\% \times 0 (-100) = 20 + 0 (-100) = 20 (-100 = -80$  se si considera l'esercizio dell'opzione *put*).

Se si compra il macchinario X, la socia B che partecipa alle perdite ha il 90% di probabilità che le cose vadano bene, ritrovandosi tra un anno con un valore di 115; mentre ha il 10% di probabilità che le cose vadano male e, in tal caso, perderà tutto (e in più dovrà rendere 100 all'altra socia per via dell'opzione *put*). Il valore atteso di questa scelta è:  $90\% \times 115 + 10\% \times 0 (-100) = 103.5 + 0 (-100) = 103.5 (-100 = 3.5$  se si considera l'esercizio dell'opzione).

Anche in questo caso la scelta ottimale per la socia è la seconda ( $20 < 103.5$ ), ovvero anche la scelta ottimale per la società e per la socia A nello stesso scenario. Se consideriamo anche l'esercizio dell'opzione *put*, per la socia che partecipa alle perdite, la scelta gestoria meno rischiosa è l'unica con un valore atteso positivo.

Se anche ipotizzassimo valori superiori associati alla prima opzione, per esempio un valore di 250 anziché 200, la socia B, al contrario della socia A dell'esempio precedente, continuerebbe a preferire il macchinario meno rischioso ( $25 < 103.5$ ), in linea con quella che è la scelta preferibile per la società.

Il calcolo del valore atteso nella prospettiva di società, socio escluso dalle perdite e socio partecipe delle perdite permette di mettere in evidenza tre aspetti.

In primo luogo, si può osservare che la socia A formalmente esclusa dalle perdite tramite l'opzione *put* non avrà necessariamente incentivi a compiere le scelte gestorie più rischiose, in contrasto con la massimizzazione del valore della società. Questa rappresenta solo un'eventualità, a seconda dei valori associati a ciascuna scelta gestoria e alla probabilità del suo verificarsi.

Anche da un punto di vista intuitivo, senza dover ricorrere ad un calcolo matematico, il fatto che con la scelta più rischiosa vi sia l'eventualità di ottenere un rendimento molto alto, senza rischiare di perdere nulla, non significa che questa sia sempre la scelta più conveniente per il socio escluso dalle perdite. Se la probabilità associata a quella eventualità è molto bassa, infatti, per il socio leonino sarà comunque preferibile una scelta meno rischiosa, che gli consenta con alta probabilità di guadagnare qualcosa, piuttosto che una scelta rischiosissima che con grande probabilità lo porterà semplicemente ad avere indietro i 100 iniziali mediante l'esercizio dell'opzione *put*. Il profitto ottenibile da una certa scelta gestoria va infatti rapportato alla probabilità concreta di ottenere quel profitto.

La socia A esclusa dalle perdite, tuttavia - ed è questo il secondo aspetto che preme sottolineare -, non ha incentivi perfettamente allineati con quelli della società: a seconda dei valori associati alle varie decisioni gestorie, può accadere sia che essa abbia un interesse in linea con la decisione che massimizza il valore per la società, sia che essa abbia un interesse a prendere una decisione diversa che massimizza il suo valore individuale.

Infine, la socia B che partecipa proporzionalmente agli utili e alle perdite risulta avere incentivi perfettamente allineati a quelli della società: la scelta economicamente più efficiente per la società, ovvero quella che massimizza il valore per la società è anche la scelta che massimizza il valore della ricchezza della socia B, a prescindere dai valori associati a ciascuno scenario. Nell'esempio fatto, in cui la socia B ha versato metà del capitale sociale e partecipa in proporzione ai risultati (positivi e negativi) dell'impresa, il valore atteso dalle due scelte gestorie è pari al valore atteso per la società diviso due. Nel caso della scelta del macchinario rischioso Y, il valore atteso per la società è 40, mentre per la socia B è 20; nel caso della scelta del macchinario più sicuro X, il valore atteso per la società è 207, mentre per la socia B è 103.5. In termini generali, dunque, sembra potersi affermare che il valore atteso di una scelta gestoria per il socio che partecipa al rischio di impresa in misura proporzionale al proprio conferimento è lo stesso di quello della società, rapportato al peso percentuale della partecipazione detenuta.

Se nel calcolo si considera anche la presenza di un'opzione *put*, tuttavia, questo perfetto allineamento viene alterato: la socia B, infatti, dovendo farsi carico anche delle perdite dell'altra socia, rimborsandole l'investimento di 100 (partecipazione alle perdite più che proporzionale), risulta più avversa al rischio rispetto a quanto sarebbe ottimale per la società.

Complessivamente, dunque, per quanto riguarda l'esclusione dalle perdite, il calcolo del valore atteso associato ad una certa scelta di gestione pare confermare la logica fondante il principio di proporzionalità tra potere e rischio sotteso alla *ratio* del divieto di patto leonino. Attribuire il potere gestorio al socio che partecipa proporzionalmente al rischio di impresa dovrebbe incentivare un'amministrazione maggiormente in linea con gli interessi della società; per contro, attribuire il potere gestorio al socio escluso dalle perdite espone la società al rischio che, in certe circostanze, egli non abbia incentivo a compiere scelte in linea con la massimizzazione del valore della società per cui favorisca strategie di gestione più rischiose. La previsione di un'opzione di *put* a vantaggio di uno dei soci scardina il perfetto allineamento di interessi tra soci e società prodotto dalla regola della proporzionalità tra rischio e potere.

## **1.2. L'interpretazione sistematica**

Posto quindi che la regola della proporzionalità tra potere e rischio alla base del divieto di patto leonino ha un suo fondamento economico, occorre a questo punto chiedersi se la *ratio* ad esso sottesa possa ancora dirsi coerente nell'attuale sistema delle società di capitali, alla luce delle modifiche legislative intervenute dal 2003 ad oggi.

Sotto questo profilo, si rileva che il perfetto allineamento di interessi tra il socio che partecipa alle perdite e la società varia nel caso in cui la partecipazione del socio agli utili o alle perdite non sia proporzionale al conferimento, fattispecie oggi ammessa sia per le s.p.a., sia per le s.r.l.

Per dimostrare ciò, si prenda ad esempio la stessa società delle due socie, in cui, pur avendo esse versato un conferimento dello stesso valore di 100, si stabilisce

che la socia A detenga azioni postergate nella partecipazione alle perdite. Per stabilire se nella fattispecie ipotizzata gli interessi economici delle due socie siano allineati alla massimizzazione del valore dell'impresa, si utilizzerà nuovamente il calcolo del valore atteso.

*Calcolo del valore atteso nella prospettiva della società.*

Si immagini che, nel caso si scelga il macchinario rischioso Y, la società nel giro di un anno con il 10% di probabilità otterrà un valore di 400, mentre al 90% di probabilità riporterà una perdita di 100 sul capitale sociale, rimanendo con soli 100 (200 era il capitale iniziale). Il valore atteso di questa scelta per la società è pari a:  $(10\% \text{ di } 400) + (90\% \text{ di } 100) = 40 + 90 = 130$ .

Nel caso della scelta gestoria meno rischiosa X, al 90% la società dopo un anno avrà un valore di 230, mentre al 10% avrà una perdita sul capitale sociale pari a 100, per cui rimarrà con 100 anziché i 200 iniziali. Il valore atteso di questa opzione è:  $(90\% \text{ di } 230) + (10\% \text{ di } 100) = 207 + 10 = 217$ .

Alla società conviene ancora una volta la scelta meno rischiosa.

Se anche il valore associato allo scenario più favorevole nel caso di scelta del macchinario più rischioso, dovesse essere di 500 anziché di 400, la scelta più conveniente continuerebbe ad essere la seconda. Il valore atteso per la società nel caso di acquisto del macchinario rischioso Y sarebbe infatti in questo caso pari a 140  $(10\% \text{ di } 500 + 90\% \text{ di } 100 = 50 + 90 = 140)$ , ovvero un valore inferiore ai 217 attesi nel caso di acquisto del macchinario più sicuro X.

Se, invece, si ipotizza un valore di 1500 per lo scenario positivo, l'interesse della società verrebbe massimizzato dalla prima scelta anziché dalla seconda:  $10\% \text{ di } 1500 + 90\% \text{ di } 100 = 150 + 90 = 240$ , ovvero un valore superiore a 217.

*Calcolo del valore atteso nella prospettiva della socia A titolare di azioni postergate.*

La socia con azioni postergate, nel caso della scelta gestoria rischiosa Y, ha il 10% di probabilità che le cose vadano bene e quindi di ottenere un valore di 200 e il 90% di probabilità che la società riporti una perdita di 100 sul capitale, dalla quale

essa non sarebbe però toccata. In virtù della postergazione nelle perdite, infatti, essa partecipa alle perdite solo una volta che le azioni dell'altra socia sono state annullate, per cui nel caso di una perdita di 100 sul capitale sociale, la socia A manterrebbe la sua quota di capitale sociale di 100 intatta. Il valore atteso di questa scelta risulterebbe dunque pari a:  $10\% \text{ di } 200 + 90\% \text{ di } 100 = 20 + 90 = 110$ .

Nel caso della scelta meno rischiosa X, al 90% la socia A otterrà dopo un anno un valore di 115, mentre al 10% rimarrà con i 100 iniziali, non venendo toccato – grazie alla postergazione nelle perdite – da una perdita sul capitale sociale di soli 100. Il valore atteso di questa scelta meno rischiosa è quindi di:  $(90\% \text{ di } 115) + (10\% \text{ di } 100) = 103.5 + 10 = 113.5$ .

Poiché  $110 < 113.5$ , la socia A con azioni postergate in questa situazione dovrebbe preferire la scelta meno rischiosa, in linea con l'interesse della società.

Tuttavia, se nel caso della scelta più rischiosa, il valore associato al successo fosse 250 anziché 200, le cose cambierebbero:  $(10\% \text{ di } 250) + (90\% \text{ di } 100) = 25 + 90 = 115 > 113.5$ . In tal caso, la socia A preferirebbe la scelta più rischiosa in contrasto con l'interesse sociale.

#### *Calcolo del valore atteso nella prospettiva della socia B titolare di azioni ordinarie.*

Nel caso di scelta Y, la socia B ha il 10 % di probabilità di ottenere un valore di 200, e il 90% di perdere 100. In virtù della postergazione nelle perdite prevista a vantaggio dell'altra socia, infatti, una perdita della società di 100 ricadrebbe interamente sulla socia B, le cui azioni verrebbero interamente annullate ed essa si ritroverebbe con 0. In relazione a questa opzione gestoria, il valore atteso per la socia B è quindi pari a:  $(10\% \text{ di } 200) + (90\% \text{ di } 0) = 20$ .

Nel caso di scelta X, la socia B dopo un anno avrebbe al 90% di probabilità un valore di 115, e al 10% perderebbe 100, ritrovandosi con 0 (la perdita di 100 subita dal capitale sociale della società ricadrebbe infatti solo su di essa per via della postergazione nelle perdite dell'altra socia). Il valore atteso di questa opzione risulta per lei pari a:  $(90\% \text{ di } 115) + (10\% \text{ di } 0) = 103.5 + 0 = 103.5$ .

Se anche il valore associato allo scenario positivo della scelta Y più rischiosa, fosse di 750 (1500 è il valore ipotizzato *supra* per la società), la socia B – a causa della sua partecipazione più che proporzionale alle perdite - preferirebbe comunque la scelta meno rischiosa X, questa volta in contrasto con l'interesse della società. Il valore atteso per la socia in questo scenario sarebbe infatti di: 10% di 750 + 90% di 0 = 75, ovvero un valore ben al di sotto dei 103.5 attesi dalla seconda opzione.

Come si può osservare, il risultato che si ottiene nel caso di azioni postergate è simile a quello che si ottiene nel caso di previsione di un'opzione *put* in capo alla socia A. Può infatti accadere che la socia A con azioni postergate nelle perdite abbia, a seconda dei casi, interessi opposti a quelli della società, in virtù della postergazione. Peraltro, neanche gli interessi della socia B risultano più perfettamente allineati a quelli della società: essa, infatti, in virtù della postergazione sopporta integralmente perdite fino ad un valore di 100 e quindi, in determinati scenari, risulta più avversa al rischio rispetto a quello che sarebbe ideale per la massimizzazione del valore della società<sup>755</sup>.

Nonostante ciò, il legislatore italiano ammette la creazione di una categoria di azioni postergate nelle perdite, con ciò consentendo che nella società partecipino soci con interessi non perfettamente allineati all'interesse sociale e che, tuttavia, possono detenere un potere di incidenza sulla gestione.

Stando così le cose, viene allora spontaneo domandarsi come mai il nostro codice oggi consenta la creazione di questa categoria azionaria, considerato che la regola della proporzionalità tra potere e rischio, inizialmente imposta, sembrerebbe essere quella che meglio assicura una gestione indiretta da parte dei soci in linea con l'interesse della società.

---

<sup>755</sup> In aggiunta, come posto in luce da alcuni autori, dal momento che, nel caso di una perdita cui segue la riduzione del capitale sociale, si avrebbe *in primis* l'annullamento e quindi la riduzione della quota degli azionisti ordinari, vi è il rischio che il socio titolare di azioni postergate metta in atto operazioni societarie tese a ridurre (o annullare del tutto) la partecipazione di quelli ordinari. L'osservazione è di ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 286.

Ebbene, il legislatore del 2003, evidentemente, ha ritenuto che, in un calcolo costi-benefici, lasciare maggiore autonomia negoziale alle parti nel determinare il contenuto delle azioni - nonostante questo possa comportare un disallineamento di interessi tra soci e società e quindi un pericolo per l'amministrazione - sia una scelta più efficiente rispetto all'imposizione di una rigida regola di proporzionalità tra conferimenti e diritti sociali spettanti a ciascun socio.

Rilevata la pressante necessità di sviluppare nuovi canali di finanziamento per le imprese, sul presupposto che lasciare maggiore autonomia alle parti nella determinazione del contenuto delle azioni possa determinare un incremento degli investimenti nelle società di capitali, il legislatore ha considerato opportuno concedere questa maggiore autonomia, venendo così incontro alle esigenze degli operatori economici<sup>756</sup>.

Il disallineamento di interessi causato dall'assegnazione di una partecipazione non proporzionale alle perdite, del resto, come si è visto, non porta necessariamente ad una cattiva gestione della società. Il fatto che il socio postergato possa essere incentivato ad abusare del potere di influenza sulla gestione affidatogli, compiendo scelte che massimizzano il suo benessere individuale ma non quello sociale, è solo un'eventualità. Nulla esclude che il socio la cui partecipazione alle perdite sia postergata o inferiore all'ammontare conferito prenda comunque decisioni in linea con la massimizzazione del valore della società<sup>757</sup>.

Vietare sistematicamente un qualsiasi tipo di disproporzione tra potere e rischio al fine di evitare una mera possibilità di abuso, almeno dal 2003 in poi, viene dunque considerato dal nostro ordinamento un limite troppo severo all'autonomia

---

<sup>756</sup> Sul punto tra i tanti vedi SFAMENI, *Sub art. 2350*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, 2008, p. 268: *"la creazione di categorie di azioni fornite di diritti diversi risponde tradizionalmente e storicamente a specifiche e congiunturali esigenze di finanziamento dell'impresa azionaria: sia che si tratti di finanziamento ai fini di espansione e crescita; sia che si tratti di finanziamento a scopo di risanamento"*. Più estesamente sul tema SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Giuffrè, 2008.

<sup>757</sup> Lo stesso può dirsi del titolare dell'opzione *put*, come dimostrato dall'esempio del paragrafo precedente.

delle parti, rispetto ai benefici prodotti da una regola più flessibile. I rischi di un allineamento non perfetto di interessi tra socio e società sono infatti compensati dall'esigenza di incentivare il ricorso a strumenti di capitale di rischio per il finanziamento delle imprese in linea con le necessità di mercato.

Sull'onda dello stesso ragionamento, oltre alle azioni postergate nelle perdite, come è noto, negli anni sono stati introdotti diversi altri istituti che si muovono nella stessa direzione. Tra questi *in primis* si colloca la possibilità di assegnazione di partecipazioni non proporzionali al conferimento (art. 2346 comma 4 c.c. per le s.p.a. e art. 2468 comma 2 c.c. per le s.r.l.), con cui si ammette esplicitamente la possibilità di dissociazione tra il potere esercitato nella società da un socio e il rischio di impresa da questi sostenuto<sup>758</sup>.

Da quanto detto emerge dunque che, sebbene nella normalità dei casi una struttura finanziaria e organizzativa basata sul principio di stretta proporzionalità tra potere e rischio possa in astratto portare la società ad essere meglio gestita, il nostro sistema, ammettendo svariati istituti di dissociazione tra potere e rischio, considera preferibile lasciare all'autonomia statutaria la possibilità di realizzare, di volta in volta, degli assetti di potere e rischio diversi, che siano in grado di rispondere meglio alle esigenze del mercato e del contesto economico attuale.

Stando così le cose, risulta allora opportuno verificare se sia coerente da un punto di vista sistematico, da un lato, ammettere tante alterazioni alla regola della proporzionalità tra potere e rischio nelle società di capitali, accettando un sacrificio in termini di corretta amministrazione, ma, dall'altro, continuare ad applicare a queste stesse società il divieto imperativo di patto leonino, fondato sulla stessa logica e avente lo stesso fine di assicurare la gestione efficiente dell'impresa.

In proposito, la dottrina maggioritaria afferma che solo l'accordo che esclude in maniera assoluta e costante un socio dagli utili o dalle perdite della società

---

<sup>758</sup> Per una disamina degli altri istituti si vedano NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., p. 389 ss., e MAROCCHI, *op.cit.*, p. 228 ss.

sarebbe idoneo a rimuovere “la molla” che spinge i soci all’esercizio accorto dei propri poteri sociali<sup>759</sup>. Per contro, nel caso di una mera riduzione della percentuale di sopportazione delle perdite, il socio, essendo comunque soggetto al rischio di impresa (ancorchè ridotto), manterrebbe l’interesse a che la gestione dell’impresa sia condotta in modo efficiente. Di conseguenza, secondo questa tesi, la introduzione di istituti che configurano una disproporzione tra potere e rischio sarebbe del tutto coerente con la costante applicazione del divieto di patto leonino in chiave transtipica.

L’asserzione sembrerebbe opinabile. L’analisi svolta *supra* mostra che il socio che partecipa al rischio in misura non proporzionale al suo investimento ha incentivi non perfettamente in linea con quelli della società, per cui non è escluso che abbia interesse a prendere decisioni non ottimali per la stessa (esattamente come il socio titolare di opzione *put* del primo esempio). Invero, anche una riduzione della percentuale di sopportazione dalle perdite – del tutto legittima nel nostro ordinamento - appare idonea, in taluni casi, a rimuovere quell’incentivo economico del socio ad amministrare correttamente che il divieto di patto leonino si propone di proteggere.

Rispetto a ciò, la dottrina maggioritaria risponde che, in ogni caso, il disallineamento degli interessi, e quindi il rischio di una cattiva gestione, sarebbe maggiore nel caso di una esclusione totale del socio dalle perdite (o dagli utili), rispetto al caso di una esclusione solo parziale<sup>760</sup>. Si osserva infatti che, seppure in quest’ultimo caso il socio risponde alle perdite in misura minore rispetto agli altri, egli rischia comunque di perdere qualcosa, sicché ciò sarebbe sufficiente a rendere il rischio di una amministrazione scorretta da parte sua meno elevato rispetto al caso di una esclusione assoluta, e, pertanto, tollerabile dall’ordinamento.

---

<sup>759</sup> L’espressione è di PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1158.

<sup>760</sup> Così MAROCCHI, *op.cit.*, p. 235, il quale osserva che “*se è vero, da un lato, che l’azionista postergato risponde alle perdite solo dopo gli azionisti ordinari, dall’altro lato, è pure vero che egli non è esonerato totalmente dalle perdite d’esercizio.*”

Viceversa, un socio escluso in maniera assoluta dalle perdite, non rischiando di perdere alcunché, sarebbe portato a prendere delle scelte con un livello di rischio talmente elevato da compromettere del tutto l'efficienza dell'organizzazione societaria, rappresentando un rischio del tutto intollerabile per l'ordinamento. Quanto detto varrebbe anche qualora l'esclusione del socio dalle perdite sia solo indiretta, come nel caso delle opzioni di *put*<sup>761</sup>. Il diritto assegnato ad un socio di esercitare l'opzione di *put* a prezzo predefinito pari al prezzo di acquisto, rendendo il socio sicuro di poter avere indietro il proprio investimento, infatti, lo spinge a prendere rischi massimi; rischi che, invece, un socio titolare di azioni postergate nelle perdite o con partecipazione alle perdite ridotta non prenderebbe, indirizzando l'amministrazione verso scelte più corrette.

In sintesi, quindi, secondo questa tesi, i rischi sulla gestione conseguenti ad una esclusione totale (seppur indiretta) di un socio dalle perdite della società sarebbero superiori rispetto a quelli conseguenti alle ipotesi di dissociazione rischio-potere oggi ammesse, che, realizzando una esclusione solo parziale, sono meno pericolose; in ciò dovendosi trovare la giustificazione della nullità della prima ipotesi e della liceità delle seconde.

La veridicità di questa affermazione è dubbia. Vi sono situazioni in cui i rischi di una gestione inefficiente nel caso di mera disproporzione tra potere e rischio sono tali da generare lo stesso pericolo per la corretta gestione creato da una esclusione totale del socio, specie se indiretta. Qualche esempio può rendere chiaro perché.

Si prenda il caso delle azioni correlate. In base all'art. 2350, secondo comma, c.c., è possibile emettere azioni "fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore". L'istituto consente la creazione di una categoria di azioni i cui titolari possono esercitare diritti amministrativi al pari degli altri soci, ma contemporaneamente essere esclusi dalla partecipazione agli

---

<sup>761</sup> Come si spiegherà *infra*, il titolare di un'opzione di *put* è un socio che partecipa come gli altri alle perdite della società: egli è tutelato solo indirettamente dalle perdite subite mediante la possibilità di rivendere la propria partecipazione allo stesso prezzo pagato per l'acquisto.

utili e alle perdite in relazione a determinati settori della società, partecipando al rischio d'impresa con esclusivo riferimento ai risultati di un solo settore<sup>762</sup>.

Secondo la logica della correlazione tra rischio e potere, un socio che partecipa agli utili e alle perdite di un solo settore dell'attività economica dell'impresa è un socio che non dovrebbe avere interesse rispetto all'andamento dei settori di cui non condivide i risultati. Non solo: non essendo toccato dalle perdite relative agli altri settori, egli sarebbe incentivato a privilegiare l'unico settore cui è correlata la sua partecipazione, concentrando tutte le risorse della società anche a scapito degli altri settori. Il valore di mercato delle sue azioni verrà infatti calcolato sulla base dell'andamento del solo settore cui i diritti patrimoniali delle sue azioni sono correlati, per cui egli sarebbe immune dalle perdite – anche di valore – attinenti agli altri settori<sup>763</sup>.

Si confronti ora questa fattispecie con quella di una società in cui tutti i soci partecipano formalmente agli utili e alle perdite della stessa, ma uno di essi è indirettamente escluso dalle perdite attraverso un patto parasociale contenente un'opzione di *put*.

Perché la dissociazione tra potere e rischio consentita dall'istituto delle azioni correlate dovrebbe essere meno pericolosa per l'amministrazione della società rispetto a questa seconda fattispecie? Sebbene il titolare di azioni correlate sia un socio solo parzialmente escluso dalla partecipazione al rischio della società, esso è un socio che ha incentivi a massimizzare i risultati di un solo settore di attività della società, privilegiando questo settore anche a detrimento degli altri.

---

<sup>762</sup> In questo senso SFAMENI, *Sub art. 2350, op.cit.*, p. 322-323. Secondo l'autore è possibile prevedere che anche il diritto alla quota di liquidazione del titolare di azioni correlate sia commisurato al rapporto tra il valore del settore correlato e il totale del patrimonio sociale al momento della liquidazione.

<sup>763</sup> ALLOTTI, *Sub art. 2350, in Commentario al Codice civile*, a cura di Cendon, 2010, p. 535: "L'emissione di azioni correlate consente di esteriorizzare sul mercato il diverso valore di un comparto economico rispetto alle altre attività della società... la loro previsione risponde agli obiettivi della riforma di ampliare i canali di finanziamento dell'impresa attraverso la previsione di strumenti più flessibili e adatti alle esigenze degli investitori".

Perché allora questo socio dovrebbe assicurare una migliore gestione della società rispetto a quello che, partecipando agli utili, ha incentivo a che l'intera società vada bene ma, essendo indirettamente garantito contro le perdite, potrà in certi casi preferire decisioni con un livello di rischio più elevato degli altri? Si osservi che nessun limite è previsto per l'emissione di azioni correlate, per cui nulla esclude che esse possano rappresentare anche più del 50% della società.

Davvero il pericolo per l'efficienza gestionale della società è minore nel primo caso, semplicemente perché il socio correlato partecipa ai rischi seppur in relazione ad un solo settore, mentre nel secondo caso è maggiore perché l'esclusione dal rischio è totale, seppur indiretta?

Si pensi altresì ad una società in cui al socio che abbia effettuato il 5% dei conferimenti venga assegnato il 95% delle azioni, e con esso il 95% dei voti in assemblea e un proporzionale diritto agli utili. L'altro socio della società, invece, a fronte di un conferimento di 95, riceve solo il 5% delle azioni, il 5% dei voti in assemblea e partecipa solo al 5% agli utili<sup>764</sup>.

Il primo è un socio che ha il controllo di diritto della società, ha la possibilità di guadagnare il 95% degli utili che la società è in grado di produrre ma rischia di perdere solo i 5 investiti. Si tratta dunque di un socio i cui interessi sono orientati verso una gestione particolarmente rischiosa: egli rischia di perdere pochissimo (5) ma di guadagnare tantissimo (valore potenzialmente illimitato). Nonostante ciò, l'ipotesi risulta conforme all'attuale diritto positivo.

Si confronti ora la fattispecie appena descritta con quella di una società in cui vi è un socio che conferisce 95, detiene una partecipazione del 95% con proporzionale diritto agli utili e si fa assegnare in via parasociale un'opzione *put* che gli consente di rivendere la propria partecipazione all'altro socio al prezzo di 95 dopo un certo lasso di tempo.

---

<sup>764</sup> L'esempio è di NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., p. 391. L'ipotesi di una assegnazione non proporzionale è come noto consentita dall'art. 2346 comma 4 c.c.

Non pare insensato sostenere che gli incentivi dei due soci nelle due fattispecie siano alquanto simili: entrambi rischiano pochissimo (o formalmente niente nel secondo caso) e possono guadagnare tantissimo. Di conseguenza, assai simili risultano i pericoli di distorsioni gestorie nelle due ipotesi. Perché allora considerare nullo un patto parasociale che presenta lo stesso squilibrio nella distribuzione dei rischi di quello che le parti possono prevedere facendo ricorso all'istituto dell'attribuzione non proporzionale delle azioni oggi ammesso dall'ordinamento?

Per la verità, sembra del tutto lecito ipotizzare che nella seconda fattispecie, poiché la restituzione dell'investimento di 95 è subordinata alle disponibilità finanziarie dell'altro socio, il titolare dell'opzione *put* corra dei rischi di perdita assai maggiori rispetto al socio del primo esempio. Il socio del primo esempio è matematicamente sicuro che, anche se le cose vanno male, può perdere solo i 5 investiti; il socio leonino del secondo esempio, invece, sa che può perdere 95, ma che - se l'altro socio ha le risorse per pagare - potrà riaverli indietro.

A ciò va aggiunto che in genere il socio eserciterà l'opzione *put* solo se il valore della sua partecipazione scende al sotto di 95, il che presuppone il cattivo andamento della società. Solo in tal caso, infatti, è per lui conveniente esercitare l'opzione; questo, tuttavia, diminuisce le probabilità che l'altro socio sia in grado di adempiere al pagamento <sup>765</sup>. Pertanto, considerato il rischio di una mancata restituzione o di una restituzione solo parziale dell'investimento, il socio leonino del secondo esempio non è affatto sicuro di essere tenuto indenne dalle perdite. Egli dovrebbe quindi avere una propensione al rischio inferiore a quella del socio del primo esempio e meno distante rispetto a quella che consente di massimizzare il valore della società.

Eppure, secondo la tesi della dottrina maggioritaria, mentre la prima ipotesi è consentita dall'ordinamento, la seconda sarebbe vietata. Il rischio di cattiva

---

<sup>765</sup> Un'osservazione simile si trova anche nella sentenza della Cassazione n. 17498/2018, ove si rileva che il debitore potrà saldare il debito dell'opzione *put* con assai maggiore probabilità nel caso di successo dell'impresa economica.

amministrazione posto dalla prima fattispecie sarebbe infatti tollerabile (il socio può pur sempre perdere 5 quindi ha ancora l'interesse tipico di socio che lo porta ad influenzare l'amministrazione correttamente), quello posto dalla seconda no (il socio è un finanziatore che ha incentivi del tutto diversi da quelli dei soci che partecipano al rischio di impresa e vorrà prendere rischi inaccettabili per la società e quindi per l'ordinamento in generale)<sup>766</sup>.

Si consideri infine che oggi nel nostro ordinamento è possibile combinare nella stessa società tutte le diverse ipotesi di dissociazione potere rischio consentite: è conforme all'ordinamento una società in cui vi siano soci con azioni correlate e con voto plurimo, soci le cui azioni sono state date in pegno, soci che partecipano in misura non proporzionale al conferimento, soci con azioni postergate nelle perdite e privilegiate negli utili. Ebbene, appare tutt'altro che scontato che la distribuzione del potere e del rischio all'interno di una società simile crei un minore disallineamento di incentivi tra soci e società rispetto ad una società in cui tutti i soci

---

<sup>766</sup> Nell'esempio fatto per perdita si intende perdita del patrimonio investito dal socio nell'attività di impresa. È possibile però intendere il concetto di perdita anche come decremento del valore della partecipazione sociale detenuta (in tal senso vedi ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Milano, 2018, p. 108 ss.).

In quest'ultimo caso, sul punto potrebbe obiettarsi che il socio che versa 5 (su un capitale sociale di 100) ma riceve una partecipazione pari al 95% non è un socio che perde solo 5: anche se una parte della sua partecipazione gli è stata "regalata", lui rischia comunque di perderla, ovvero di perdere un valore ben superiore a 5. In questo senso quindi egli non perderebbe l'incentivo ad amministrare correttamente: anche se ha pagato la partecipazione solo 5, se non amministra in modo avveduto, lui rischia di perdere dal suo patrimonio una partecipazione del 95% con valore superiore a 5.

Se così fosse, però, lo stesso potrebbe dirsi nel caso in cui lo stesso socio (che versa 5, ma riceve una partecipazione del 95%) sia anche titolare di un'opzione parasociale di *put* che gli dà diritto a riavere indietro i 5 investiti. Si tratta di un socio titolare di una partecipazione di controllo che, sebbene indirettamente escluso dalla perdita dei 5 conferiti, rischierebbe di perdere una partecipazione del 95%. Il diritto ad avere indietro quanto versato, non lo renderebbe immune dalle perdite perché lui rischia di perdere dal suo patrimonio anche la partecipazione che gli è stata "regalata", per cui manterrebbe l'incentivo alla corretta amministrazione.

Si ripropone allora l'interrogativo del perché per il nostro ordinamento la prima ipotesi dovrebbe essere lecita mentre la seconda andrebbe considerata vietata per contrasto con il divieto di patto leonino. Considerare legittima la prima fattispecie e illegittima la seconda sembra ancora una volta evidenziare un'incoerenza sistematica.

partecipano al rischio di impresa in misura proporzionale al conferimento e uno di essi è titolare di un'opzione parasociale di *put*.

In questa valutazione inoltre - così come in quelle degli esempi precedenti - non si può non tenere presente che in un caso si tratta di clausole inserite nello statuto, aventi un'efficacia reale, che realizzano un'esclusione diretta seppur parziale del socio dalle perdite. Nel caso dell'opzione parasociale di *put*, invece, si tratta di clausole che realizzano un'esclusione solo indiretta del socio dalle perdite, con efficacia meramente obbligatoria.

Non pare allora corretto valutare il pericolo per la corretta gestione della società solo considerando che in un caso vi è una mera sproporzione nella sopportazione del rischio di impresa tra i soci (non importa quanto severa), mentre in un altro vi è un socio il cui rischio di impresa è formalmente azzerato, anche se indirettamente. Le tecniche utilizzate per realizzare queste diverse distribuzioni di potere e rischio, infatti, non sono omogenee: il pagamento dell'opzione di *put* è tutt'altro che certo perché passa attraverso le disponibilità economiche del socio e non consente di agire nei confronti della società in caso di suo inadempimento. E questo anche nel caso in cui l'opzione di *put* venga inserita nello statuto: anche qualora il diritto di *put* sia attribuito in via statutaria ad una categoria azionaria, esso resta un diritto subordinato alla capacità finanziaria dell'obbligato all'acquisto<sup>767</sup>.

Solo qualora l'esclusione assoluta dalle perdite (o dagli utili) della società venga realizzata in via diretta (non attraverso l'attribuzione di un diritto di *put*) potrebbe affermarsi che gli incentivi del socio escluso sono ancora più lontani da quelli della società rispetto all'ipotesi di una esclusione parziale diretta. L'esclusione assoluta dalle perdite in via diretta è però proibita dall'art. 2247 c.c. e dalle norme poste a tutela dei creditori sociali. Per affermare la nullità di questa fattispecie non sarebbe dunque necessario ricorrere ad una applicazione analogica del divieto di patto leonino<sup>768</sup>.

---

<sup>767</sup> Sul punto si tornerà *infra* in questa sezione, capitolo 1, par. 1.4.

<sup>768</sup> Sul punto si tornerà *infra* in questa sezione, capitolo 1, par. 1.3. e 1.4.

Peraltro, sembra in ogni caso potersi osservare che un socio che ha diritto a riavere indietro quanto investito, sia in via diretta che in via indiretta, seppur esonerato dalla perdita della somma investita, non è esonerato dalle perdite di valore della sua partecipazione. Se dopo un anno dall'acquisto il valore della partecipazione del socio escluso dalle perdite è passato da 5 a 40, quel socio, se non amministra correttamente, rischia di perdere il valore che la sua partecipazione ha accumulato nel tempo. Invero, a un anno dal suo investimento, il socio, pur avendo investito solo 5, ha nel suo patrimonio una partecipazione dal valore di 40, mentre l'opzione *put* gli garantisce di riavere indietro solo 5. Al contrario di quanto presupposto dalla logica economica sottostante il divieto di patto leonino, quindi, il futuro andamento della società non pare dunque così indifferente per lui. Egli ha interesse a non perdere il valore accumulato e, per quanto possibile, incrementarlo. Invero, se negli anni successivi il cattivo andamento della società, dovuto a scelte gestorie azzardate ed eccessivamente rischiose, determina un crollo del valore della partecipazione da 40 a 2, il socio, pur formalmente escluso dalla perdita dell'ammontare conferito, non è escluso dalla perdita di valore della sua partecipazione. Se è vero che egli ha comunque qualcosa da perdere, allora, secondo la logica della dottrina maggioritaria, non si tratterebbe di un socio privo di incentivi in linea con la corretta amministrazione della società.

Considerando che spesso le opzioni di *put* danno diritto al riacquisto a prezzo predefinito solo dopo il decorrere di un certo frangente temporale (ad esempio cinque o dieci anni), non sembra sbagliato considerare anche questo aspetto nel valutare la sussistenza o meno degli incentivi alla corretta amministrazione da parte del socio titolare dell'opzione.

Anche ammettendo che il disallineamento di incentivi tra soci e società e quindi il rischio di opportunismi gestionali sia in certa misura maggiore nel caso della esclusione totale ma indiretta del socio dalle perdite rispetto ai casi di esclusione diretta ma solo parziale, non sembra automatico desumerne l'applicabilità del divieto di patto leonino alle società di capitali.

Se, infatti, la *ratio* che ha ispirato l'ammissione nel nostro ordinamento di istituti che prevedono la dissociazione tra potere e rischio è l'esigenza di assecondare i bisogni di finanziamento delle imprese, anche a costo di un sacrificio in termini di corretta amministrazione, per applicare transtipicamente l'art. 2265 c.c. oggi, occorrerebbe dimostrare che la stessa logica non possa applicarsi in relazione al patto leonino, rispetto al quale, trattandosi di una norma dettata per le sole società di persone, il legislatore non aveva necessità di ricorrere ad alcuna modifica legislativa abrogativa.

Sotto questo profilo, in primo luogo si rileva che se l'interesse alla corretta amministrazione della società tutelato dal divieto di patto leonino risultava perfettamente coerente con il sistema delle società capitalistiche del 1942, in cui vigeva la regola della stretta proporzionalità tra potere e rischio, lo stesso sembra più difficile da sostenere oggi alla luce dei numerosi sacrifici di quell'interesse che il legislatore ha ormai consentito.

In secondo luogo, si può osservare che l'art. 2265 c.c. è nato in un contesto storico ed economico in cui non si poneva il problema delle diverse modalità di investimento e di finanziamento dell'impresa. I meccanismi di finanziamento di cui le società di capitali hanno oggi necessità sono diversi da quelli delle società di capitali del '42 e delle attuali società di persone. Nelle società di persone non vi è quell'esigenza di ammettere nuove forme di investimento che ha portato il legislatore a prevedere tante ipotesi di dissociazione tra potere e rischio nelle società di capitali. Per via della responsabilità illimitata dei soci, infatti, non avrebbe senso concordare un investimento a tempo, perché il socio finanziatore rischierebbe comunque tutto il suo patrimonio personale. La diversità di esigenze e di evoluzione della normativa delle società personali e delle società capitalistiche dal '42 ad oggi, dunque, sembra porre in dubbio la correttezza di un'interpretazione che continui a

ravvisare le stesse esigenze di applicazione analogica del patto leonino alle società di capitali individuate dalla dottrina più di vent'anni fa<sup>769</sup>.

Alla luce di ciò, per giustificare l'applicazione analogica dell'art. 2265 c.c. nel sistema capitalistico odierno occorre dimostrare che l'interesse alla corretta amministrazione della società, sicuramente prevalente quando la norma è entrata in vigore, possa ancora dirsi superiore rispetto all'esigenza di finanziamento delle imprese. Solo se dall'attuale normativa delle società di capitali emergesse la preminenza dell'interesse alla salvaguardia della corretta amministrazione della società rispetto a quella di finanziamento, infatti, sarebbe possibile ravvisare nell'ordinamento una lacuna in grado di giustificare il ricorso all'*analogia legis* da parte dell'interprete.

Rispetto a tale valutazione non si può ignorare quanto già precedentemente osservato, ovvero che l'attuale legislatore, al fine di favorire gli investimenti nelle società di capitali, ha già accettato il rischio di distorsioni gestorie quando ha ammesso una distribuzione non proporzionale dei diritti patrimoniali ai soci e gli altri istituti che consentono di realizzare una dissociazione tra potere e rischio. Come già sottolineato, l'esigenza di ampliare i canali di finanziamento a disposizione delle imprese è stata considerata prevalente rispetto a quella di assicurare il miglior allineamento di incentivi tra soci e società nell'ottica di una amministrazione più corretta. In questo quadro, la mancanza di una norma espressa posta a tutela della corretta amministrazione quale il divieto di patto leonino nelle società di capitali, non appare più tanto – come poteva dirsi in passato – come una lacuna da colmare, quanto una scelta del legislatore coerente con il resto del sistema.

La risposta della dottrina maggioritaria sul punto è che, nonostante l'esigenza di ampliare i canali di finanziamento verso cui tende il sistema, le ipotesi di dissociazione tra potere e rischio espressamente ammesse dal legislatore nei tipi

---

<sup>769</sup> Questa affermazione porta a dare un diverso peso alle interpretazioni dottrinali affermatesi prima della riforma del diritto societario e dopo la riforma rispetto alla fattispecie sotto esame. Un conto è dire che il divieto di patto leonino è espressione di un certo principio ed ha una certa funzione e portata nel 1994 (Abriani), un conto è affermare che questo ha mantenuto lo stesso identico fondamento, funzione e portata applicativa oggi.

capitalistici rappresentano delle deroghe isolate e del tutto eccezionali rispetto ad un principio generale di correlazione potere-rischio ancora valido, di cui il divieto di patto leonino è la massima espressione. Il principio in oggetto - si è detto - “era e resta il principio ordinatore della materia”, nonché “tratto tipologico della società azionaria”<sup>770</sup>, ed è pertanto inderogabile al di fuori delle ipotesi espressamente previste. La necessità di rispettare questo principio imperativo, quindi, imporrebbe *de iure condito* una sua applicazione in tutti i casi in cui non vi è una deroga espressa, senza possibilità di ampliare le maglie dell’autonomia statutaria oltre quanto esplicitamente consentito, neanche in nome dell’esigenza di incrementare le fonti di approvvigionamento delle imprese verso cui tende l’ordinamento. Di conseguenza, le opzioni di acquisto a prezzo predefinito pari al prezzo di acquisto non possono che ritenersi nulle.

Sul punto si può rilevare che, per sostenere che nel nostro ordinamento vi sia ancora un principio assoluto di correlazione tra rischio e potere funzionale alla corretta amministrazione della società, rispetto al quale le ipotesi di dissociazione previste dal codice per le società di capitali costituiscono semplici deroghe, occorrono due passaggi logici.

Innanzitutto, occorre individuare nel sistema attuale delle disposizioni che impongano il rispetto della correlazione tra questi due elementi in maniera imperativa e inderogabile, da cui poter ricavare l’esistenza del principio stesso<sup>771</sup>. In secondo luogo, occorre dimostrare che tale imposizione sia posta nell’ottica di garantire la corretta amministrazione della società.

---

<sup>770</sup> MAROCCHI, *op.cit.*, p. 248. Tra gli argomenti usati dall’autore per sostenere questa affermazione vi è il divieto di azioni a voto plurimo al tempo ancora vigente. *Contra* NOTARI, *La proporzionalità*, cit., p. 389, secondo cui gli istituti di dissociazione ammessi rappresentano piuttosto delle nuove regole su cui costruire gli attuali principi del sistema.

<sup>771</sup> Sotto questo profilo non appare condivisibile l’approccio di PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1158, secondo cui “*proprio l’esigenza di rispettare il divieto di patto leonino porta a preferire la tesi che ha ritenuto che i menzionati interventi normativi abbiano condotto a un mero indebolimento di detto principio, senza possibilità di considerarlo definitivamente superato*”. Per contro, si rileva che è l’esigenza di applicare il divieto di patto leonino che andrebbe dedotta dall’esistenza di un principio di correlazione potere rischio su cui fondare l’estensione analogica dell’art. 2265 c.c., non viceversa.

Certo è che le deroghe al principio di correlazione sono talmente ampie da far sorgere dei dubbi sia sulla sua imperatività, sia sulla sua funzionalità rispetto ad una efficiente gestione.

A questo proposito, risulta particolarmente significativa la possibilità - prevista sia per le s.p.a. sia per le s.r.l., rispettivamente agli artt. 2346 comma 4 c.c. e 2468 comma 2 c.c. - di assegnare le azioni o quote in misura non proporzionale al conferimento. Altrettanto rilevante è la possibilità, sancita dall'art. 2348 secondo comma c.c., di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi "per quanto concerne la incidenza delle perdite". Questa disposizione consente per esempio allo statuto di prevedere "una diversa distribuzione percentuale della perdita complessivamente realizzata dalla società" tra diverse categorie azionarie<sup>772</sup>.

Le disposizioni citate ammettono espressamente una dissociazione nella distribuzione del potere e del rischio all'interno della società, senza circoscriverla ad alcun limite quantitativo. Ebbene, ritenere queste disposizioni quali eccezioni rispetto ad un principio generale di correlazione di carattere imperativo sembra difficile se si considera che esse consentono di derogarvi senza limiti, in via diretta, tramite una clausola statutaria, e con totale noncuranza rispetto ai pericoli che possono derivarne per la corretta amministrazione della società.

Considerato che vi è una norma in base alla quale la società può essere indirettamente amministrata da un socio i cui interessi sono estremamente distanti da quelli della società (si pensi all'esempio della nota 772), è difficile sostenere che il principio di correlazione potere-rischio è ancora imperativo e volto ad assicurare la corretta amministrazione della società attraverso l'allineamento degli interessi di soci e società. Il fine della corretta amministrazione sembra già essere stato pregiudicato o "postergato" da tutti quegli altri istituti che consentono la dissociazione tra rischio e potere. Come può allora individuarsi nelle società di

---

<sup>772</sup> ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 283-284. L'autore fa l'esempio di una clausola statutaria che preveda che le perdite incidano per quattro quinti sulle azioni ordinarie e per il quinto rimanente su una categoria speciale di azioni. Nulla vieta, tuttavia, che si preveda che la partecipazione alle perdite avvenga secondo percentuali ancora più sbilanciate, ad esempio per il 90 % sulle azioni ordinarie e per il solo 10% sulle altre.

capitali la medesima *ratio* sottostante l'art. 2265 c.c. di tutela di una efficiente gestione, se questo fine può essere sacrificato da tantissimi altri istituti, e in misura altrettanto grave?

A favore di un'interpretazione sistematica che privilegi la finalità di finanziamento delle imprese, ancora, si possono formulare due ulteriori argomenti.

Il primo è che lo stesso ordinamento europeo esorta gli ordinamenti degli Stati membri a venire incontro all'esigenza di finanziamento delle imprese. Il tema dell'accesso al mercato dei capitali delle piccole e medie imprese è da tempo nell'agenda delle politiche europee e la promozione di nuove forme di finanziamento, in particolare delle piccole e medie imprese (PMI) europee, assieme all'ampliamento della platea dei potenziali investitori, rappresentano le principali linee di tendenza della politica legislativa europea<sup>773</sup>.

Gli altri ordinamenti di *civil law* si stanno adeguando a questa richiesta. Proprio con riferimento al divieto di esclusione dalla partecipazione alle perdite, al fine di non interferire con le nuove modalità di finanziamento diffuse nella prassi, alcuni Stati membri hanno eliminato la disposizione, altri ne hanno adottato una interpretazione evolutiva che consente di ammettere le partecipazioni a scopo di finanziamento<sup>774</sup>.

In particolare, in Francia, ove il divieto di patto leonino è contenuto nell'art. 1844-1 del *code civil*, la Cassazione già nel 2004 ha ritenuto valida una partecipazione al cui titolare era stato garantito dagli altri soci il riacquisto della partecipazione ad un prezzo pre-concordato, più interessi. In base alla pronuncia, poiché il sottoscrittore della partecipazione era un finanziatore privo dell'*affectio societatis* tipica dei soci ordinari, l'art. 1844-1 non può trovare applicazione<sup>775</sup>.

---

<sup>773</sup>Così BRIZZI, in *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, 2022, p. 13 ss., il quale da conto delle principali comunicazioni e iniziative europee che si sono mosse in questo senso.

<sup>774</sup>Pe un'analisi comparata sul punto vedi TERRANOVA, *op.cit.*, p. 812 ss.

<sup>775</sup>TERRANOVA, *op.cit.*, p. 826-827. Sul punto è interessante notare come in Francia il divieto di patto leonino sia contenuto nelle disposizioni generali valide per tutte le società

In Belgio, dapprima la Cassazione nel 2008 ha statuito che il patto con cui si attribuisce ad un socio il diritto di vendere la propria partecipazione ad un prezzo prestabilito, più interessi, non contrasta con il divieto di patto leonino (art. 33 *code des sociétés* del 1999) qualora si tratti di un acquisto con finalità di finanziamento. Successivamente, nel 2019 il legislatore belga ha voluto ancora di più venire incontro alle esigenze delle imprese e ha abrogato il divieto di patto leonino con riferimento alla sopportazione delle perdite. L'esclusione di un socio dalle perdite è quindi oggi ammessa in via generale e a prescindere dalla dimostrazione di una finalità di finanziamento.

Le indicazioni provenienti dall'ordinamento europeo, così come quanto accaduto in ordinamenti molto vicini al nostro, rappresentano un ulteriore fattore a favore di un'interpretazione che risponda positivamente alle nuove esigenze del mercato, ammettendo le nuove forme di finanziamento partecipativo ed escludendo l'applicazione del divieto di patto leonino<sup>776</sup>. La Cassazione italiana, come visto, a partire dal 2018 si è schierata su questa linea e, proprio facendo leva sulla meritevolezza della finalità di finanziamento perseguita dalle parti, ha ammesso la validità di un'opzione parasociale di *put*. Lo stesso è avvenuta nella pronuncia del 2021<sup>777</sup>.

### **1.3. Sulla validità delle opzioni di *put*. L'art. 2247 c.c.**

Il discorso sin qui svolto sembra mettere in dubbio la coerenza sistematica di un'applicazione transtipica o analogica del divieto di patto leonino alle società di capitali.

Negare la possibilità di estendere l'applicazione del divieto di patto leonino alle società di capitali, tuttavia, non comporta l'immediata ammissibilità delle

---

e non per le sole società di persone, non essendovi dunque alcun dubbio circa la sua applicazione alle società di capitali.

<sup>776</sup> Sull'importanza di uno studio comparato, fra l'altro, quale metodo di interpretazione del diritto interno vedi PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 325 ss.

<sup>777</sup> Vedi parte seconda, sezione prima, capitolo 1, par. 1.6.

opzioni *put* nel nostro ordinamento. La tesi maggioritaria, infatti, desume la natura transtipica dell'art. 2265 c.c. anche sulla base di un secondo argomento, ovvero la definizione di società contenuta nell'art. 2247 c.c.

Poiché questa disposizione include tra gli elementi essenziali di una società sia i conferimenti, sia la divisione degli utili tra i soci, da ciò si è argomentato che sia la partecipazione alle perdite, sia la partecipazione agli utili della società sono elementi ontologicamente imprescindibili di ogni partecipazione sociale<sup>778</sup>.

La definizione di società di cui all'art. 2247 c.c. - si afferma - è una definizione "cogente" da cui non è ammesso discostarsi salve le deroghe espressamente previste<sup>779</sup>. La regola della necessaria partecipazione al rischio di impresa da parte di tutti i soci, pertanto, si imporrebbe anche alle società di capitali, a prescindere dalla applicazione analogica dell'art. 2265 c.c., in forza della definizione di società contenuta nell'art. 2247 c.c., valevole per tutti i tipi societari. Una clausola come l'opzione di *put* che escluda un socio dalle perdite (o dagli utili), pertanto, non potrebbe che essere nulla.

La validità delle opzioni *put* nel nostro ordinamento va dunque verificata anche rispetto a questa seconda argomentazione. In questo caso, trattandosi di una norma direttamente applicabile anche alle società di capitali, non basta negare l'esistenza di una lacuna o di una *eadem ratio* per escludere la sua applicabilità alla fattispecie qui esaminata. Affermare la compatibilità della clausola di *put* rispetto all'art. 2247 c.c. risulta quindi più complesso.

A questo proposito possono farsi le seguenti considerazioni.

In primo luogo, si potrebbe osservare che, da un punto di vista letterale, l'art. 2247 c.c., sebbene richieda espressamente la partecipazione agli utili da parte dei soci, non fa altrettanto per quanto riguarda la partecipazione alle perdite. Il fatto che la fattispecie "contratto di società" sia integrata in presenza di un conferimento dei soci a favore della stessa non equivale a richiedere la loro partecipazione alle perdite.

---

<sup>778</sup> PRESCIANI, *op.cit.*, p. 1152.

<sup>779</sup> L'affermazione è, come noto, discussa in dottrina.

In secondo luogo può rilevarsi che, sul piano formale, le clausole di *put* non escludono il socio dalla partecipazione al rischio di impresa. Il socio titolare di un'opzione di *put* è un socio che partecipa al pari degli altri alle perdite della società. La sua partecipazione è esposta al rischio che la società riporti dei risultati negativi, con la differenza che egli può disfarsi di questa partecipazione vendendola ad un altro socio ad un prezzo prefissato in virtù di un patto con efficacia obbligatoria. La clausola di *put*, dunque, è almeno formalmente conforme all'art. 2247 c.c.<sup>780</sup>

I sostenitori della tesi maggioritaria, tuttavia, affermano che la partecipazione al rischio di impresa per essere conforme alla definizione di società debba essere concreta ed effettiva. La soggezione al rischio da parte di tutti i soci richiesta dall'art. 2247 c.c., infatti, sarebbe a sua volta espressione del principio imperativo di correlazione tra potere e rischio; principio che, come visto, sarebbe da ricondurre all'intento del legislatore di assicurare un uso responsabile dei diritti sociali e, in particolare, un esercizio efficiente del potere di gestione da parte dei soci.

Affinchè questo fine possa realizzarsi, dunque, non basta una condivisione formale dei risultati dell'impresa, ma occorre una partecipazione sostanziale di tutti i soci al rischio imprenditoriale. La *ratio* della norma sarebbe infatti pregiudicata se si ammettessero clausole che, seppur apparentemente conformi alla lettera della disposizione, siano di fatto idonee a tenere il socio indenne dalla partecipazione alle perdite (o agli utili) della società.

Rispetto a questo argomento si possono svolgere due riflessioni.

*In primis*, come evidenziato *supra*, sembra possibile contestare il fatto che la clausola parasociale di *put* sia idonea a tenere indenne il suo titolare dalla partecipazione alle perdite della società. Nonostante l'esclusione assoluta (ma indiretta) dai risultati negativi dell'impresa, infatti, il socio non è sicuro di poter riavere indietro il prezzo versato per l'acquisto della sua partecipazione. Il suo essere indenne o meno dalle perdite dipende dalla capacità economica che il socio

---

<sup>780</sup> Sembra essere questo il ragionamento della Cassazione nella pronuncia del 2018, ove la Corte afferma che solo le clausole che incidono sulla conformazione della partecipazione sociale sono idonee a violare l'art. 2265 c.c. interpretato alla luce dell'art. 2247 c.c.

obbligato all'acquisto avrà nel momento dell'esercizio dell'opzione. Escludere un socio dalle perdite in via indiretta e attraverso un patto parasociale, dunque, non equivale ad escluderlo in maniera assoluta dal rischio di impresa. Adottando questo punto di vista, quindi, anche sotto un profilo sostanziale, l'opzione di *put* non parrebbe entrare in contrasto con l'art. 2247 c.c.: il socio rischia di perdere nonostante il diritto di rivendita a prezzo fisso previsto in suo favore.

In secondo luogo, può dubitarsi che la partecipazione alle perdite della società possa ancora essere ricollegata all'esigenza di assicurare la corretta amministrazione dell'impresa. Il ruolo della regola della correlazione potere-rischio come garanzia del raggiungimento di questo fine, infatti, come si è visto, sembra già essere stato smentito o quanto meno fortemente indebolito, almeno nelle società di capitali, dall'introduzione di altri istituti che lasciano spazio a significativi disallineamenti tra interessi dei soci e interessi della società, con buona pace delle ricadute sul versante dell'amministrazione. Da questi istituti, come si è già rilevato, sembra possibile desumere che nel sistema attuale il legislatore, almeno per quanto riguarda le società di capitali, considera più importante assicurare alle imprese i mezzi finanziari per operare piuttosto che imporre un assetto organizzativo sulla carta migliore per la corretta gestione della società.

A questo proposito possono valere le considerazioni svolte nel paragrafo precedente con riguardo all'art. 2265 c.c. e alla sua *ratio*. Così come l'art. 2265 c.c. andrebbe interpretato tenendo conto delle modifiche legislative avvenute dal 1942 ad oggi, anche la nozione di società andrebbe interpretata sulla base del sistema attualmente vigente. Anche la lettura di questa norma, infatti, non può che evolversi assieme al resto del sistema, sia giuridico che economico.

Se un tempo per soddisfare il requisito del conferimento, cui viene ricollegata la necessaria partecipazione alle perdite della società, occorre importi più o meno rilevanti, oggi sono sufficienti anche importi del tutto irrisori. Si pensi alle s.r.l. con capitale un euro.

Se un tempo per ritenere soddisfatto il requisito della partecipazione al rischio negativo di impresa, in tesi richiesto dall'art. 2247 c.c., occorre una

partecipazione proporzionale e diretta alle perdite, oggi, alla luce delle modifiche legislative avvenute, è sufficiente anche una partecipazione diretta non proporzionale, o una partecipazione postergata, o una partecipazione limitata ai risultati di un solo settore della società.

Se un tempo anche una esclusione indiretta dalle perdite poteva rappresentare un pericolo del tutto inaccettabile per l'ordinamento in quanto in grado di pregiudicare l'intoccabile fine della corretta amministrazione della società, ora, potendo quel fine essere sacrificato - e in maniera altrettanto (o quasi altrettanto) grave - da altre disposizioni, sembrerebbe illogico continuare a ritenere lo stesso.

Se un tempo la necessaria partecipazione alle perdite imposta dall'art. 2247 c.c. poteva ricollegarsi all'esigenza primaria di assicurare la corretta amministrazione in tutte le società, oggi è più difficile sostenere questo, in una prospettiva sistematica, con riferimento alle società di capitali.

Per contro, un'interpretazione più flessibile dell'art. 2247 c.c. risulterebbe maggiormente in linea sia con l'esigenza di finanziamento emersa nell'attuale realtà economica, sia con i cambiamenti legislativi che hanno interessato le società di capitali.

Del resto, ciò è quanto avvenuto anche rispetto ad altri elementi dell'art. 2247 c.c.: basti pensare al requisito della partecipazione all'attività di impresa. Se un tempo necessaria partecipazione di tutti i soci all'attività sociale significava partecipazione diretta o indiretta all'amministrazione della società da parte di ciascun socio, oggi, essendo state ammesse azioni e quote prive di diritto di voto, il requisito non può che avere una portata diversa (salvo sostenere la non conformità di tali azioni e quote con la nozione di contratto di società)<sup>781</sup>.

Attraverso queste argomentazioni sembrerebbe quindi potersi arrivare, anche in una prospettiva *de iure condito*, ad affermare la legittimità delle opzioni *put* a prezzo predefinito contenute in patti parasociali.

---

<sup>781</sup> Per una simile argomentazione vedi SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1311.

#### **1.4. Sulla validità delle azioni redimibili o riscattande**

Quanto osservato finora vale anche per quanto riguarda le azioni redimibili con prezzo di vendita fissato in un ammontare corrispondente al valore del conferimento o al prezzo di acquisto della partecipazione. Anche se in questo caso si tratta di una categoria azionaria introdotta mediante una modifica statutaria, la previsione di un'opzione di *put* che consenta di rivendere la partecipazione ad un socio o alla società non realizza una esclusione diretta del titolare di azioni redimibili dal rischio di impresa. Anche in questo caso, infatti, sul piano formale il socio partecipa alle perdite, salvo il diritto di esercitare il diritto potestativo di riscatto che gli consente di vendere la propria partecipazione ad un altro socio o alla società ad un dato prezzo in genere pari a quello di acquisto della partecipazione. Il socio titolare di azioni redimibili è dunque un socio escluso solo indirettamente dalle perdite della società, la cui immunità rispetto ai risultati negativi dell'impresa è subordinata alla disponibilità economica dell'obbligato all'acquisto.

Se l'obbligato all'acquisto delle azioni redimibili è un altro socio, il diritto di rimborso passa attraverso il pagamento del riscatto da parte di quest'ultimo, essendo al riguardo ininfluenza l'inserimento della disposizione nello statuto, piuttosto che in un patto parasociale. In proposito valgono pertanto le stesse considerazioni svolte *supra* circa la esclusione non assoluta del socio titolare dell'opzione *put* dalle perdite della società. La partecipazione del socio titolare di azioni riscattande parrebbe dunque anche in questo caso conforme alla definizione di società di cui all'art. 2247 c.c. (il socio partecipa al rischio negativo di impresa) e non entrare in conflitto con altre norme del sistema.

Se l'obbligo di acquisto è posto a carico della società, tuttavia, si è osservato che la clausola potrebbe confliggere con il divieto di restituzione del conferimento e delle norme imperative poste a tutela dei creditori sociali. Come è stato sottolineato, nel nostro sistema societario la società non può mai obbligarsi a tenere uno o più soci indenni dal rischio di perdita del capitale conferito. I soci, infatti, non potrebbero mai diventare creditori della società al pari dei creditori sociali, se non

per titoli indipendenti dal rapporto sociale<sup>782</sup>. Invero, l'indebita restituzione dei conferimenti da parte degli amministratori configura un reato punito dall'art. 2626 c.c. Alla luce di ciò, assegnare ai titolari di azioni di una certa categoria azionaria il diritto di vendere la propria partecipazione alla società allo stesso prezzo pagato per acquistarla, facendo sorgere un corrispondente obbligo di acquisto da parte della società, potrebbe confliggere con le norme menzionate.

Per valutare la legittimità delle azioni riscattande con obbligo di riscatto in capo alla società, dunque, occorre verificare se esse integrino la fattispecie vietata del rimborso del conferimento.

Da questo punto di vista, va innanzitutto tenuto presente che il nostro ordinamento consente espressamente l'acquisto di azioni proprie "nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato", e a condizione che si tratti di azioni interamente liberate (art. 2357, primo comma, c.c.). Si è dunque affermato che, qualora il socio esercitasse il proprio diritto di vendita nei confronti della società, l'obbligo di acquisto a carico della società sarebbe subordinato al rispetto degli stessi limiti, i quali sono posti precisamente al fine di tutelare i creditori circa l'effettività e contro l'erosione del capitale sociale. Questa lettura trova conferma nel fatto che l'art. 2357 c.c. è richiamato dall'art. 2437 *sexies* c.c. che disciplina l'istituto delle azioni riscattabili, ovvero azioni soggette al potere di riscatto della società; il che suggerisce che la stessa disposizione debba applicarsi anche nel caso in cui la società sia soggetta all'esercizio del diritto di riscatto da parte del socio.

Se circoscritto all'interno di questi limiti, l'obbligo di acquisto della società collegato all'emissione di azioni redimibili non sembra porre il socio sullo stesso piano dei creditori sociali. I soci titolari di azioni redimibili rimangono *residual claimants*, il cui soddisfacimento può avvenire solo a patto che siano salvi gli interessi dei creditori<sup>783</sup>.

---

<sup>782</sup> SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1318.

<sup>783</sup> Nello stesso senso BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., p. 117, il quale osserva che l'ordinamento consente che si proceda alla restituzione di conferimenti a favore dei soci

Dall'art. 2357 c.c. emerge che ciò che rileva per il legislatore è che non sia oggetto di restituzione o rimborso a carico della società l'ammontare versato dai soci a titolo di conferimento, ovvero quello deputato alla formazione della riserva legale. Le somme versate dal socio a diverso titolo o che comunque risultano in eccedenza rispetto a questa cifra sembra invece possano essere distribuite dalla società, quindi restituite ai soci<sup>784</sup>.

Alla luce di ciò si potrebbe affermare che, se l'obbligo della società di riscattare la partecipazione del socio titolare di azioni redimibili sussiste solo nei limiti consentiti dall'art. 2357 c.c. - ovvero solo purché si tratti di azioni interamente liberate e purché il pagamento avvenga con somme eccedenti quelle deputate a coprire il capitale sociale e la riserva di cui all'art. 2430 c.c. - non si incorra in quel divieto di restituzione del conferimento che determinerebbe la nullità della categoria<sup>785</sup>.

L'art. 2357 c.c. prevede altresì una procedura particolare per l'acquisto di azioni proprie che prevede anche l'autorizzazione dell'assemblea. Ci si chiede quindi

---

*“solo e soltanto alla condizione che una simile <<anticipata>> restituzione sia coordinata alla prioritaria esigenza di tutela dei creditori”.*

<sup>784</sup> Per supportare l'argomentazione svolta, si può osservare che il codice ammette a certe condizioni la restituzione dei versamenti in conto capitale ai soci, ovvero di quegli apporti di denaro versati dai soci alla società a fondo perduto, e non imputabili a capitale. Ex art. 2431 c.c., infatti, *“Le somme percepite dalla società per l'emissione di azioni ad un prezzo superiore al loro valore nominale, ivi comprese quelle derivate dalla conversione di obbligazioni, non possono essere distribuite fino a che la riserva legale non abbia raggiunto il limite stabilito dall'articolo 2430 c.c.”.* La distribuzione di questi versamenti è quindi legittima, a patto che sia stata prima integralmente costituita la riserva legale.

Va osservato però che sia nel caso disciplinato dall'art. 2431 c.c., sia in quello regolato dall'art. 2357 c.c., è la società che decide di rimborsare i versamenti in conto capitale o di acquistare le azioni proprie. Lo stesso avviene per le azioni riscattabili disciplinate dall'art. 2437 *sexies* c.c. Nel caso delle azioni riscattande, invece, la società è obbligata ad acquistare le azioni del socio che esercita il diritto potestativo di riscatto.

<sup>785</sup> La stessa conclusione è raggiunta da CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili*, cit., p. 1329, secondo cui le azioni redimibili sono legittime in quanto il sistema del netto e la funzione vincolistica dei conferimenti impediscono alla società di pagare il riscatto delle azioni redimibili in presenza di perdite che abbiano eroso utili e riserve disponibili.

Nello stesso senso SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 215, secondo cui il pagamento del riscatto da parte della società è legittimo solo nel caso in cui nel patrimonio netto vi siano plusvalenze tali da rendere l'operazione effettivamente neutrale per i creditori.

se in caso di azioni redimibili l'obbligo di acquisto della società sia subordinato alle stesse regole procedurali. In tal caso sorge l'ulteriore quesito circa le conseguenze di un'eventuale mancata autorizzazione da parte della società. Altro dubbio riguarda l'ipotesi di un mancato adempimento all'obbligo di acquisto da parte della stessa.

L'applicazione dei limiti di cui all'art. 2357 c.c., inoltre, fa sì che l'obbligo di acquisto sia condizionato al rispetto di stringenti condizioni, per cui non assicurerebbe al socio la certezza di ricevere indietro il proprio investimento. Il suo diritto a ricevere la somma fissata quale prezzo di vendita sarà soddisfatto dalla società in base alla capienza del suo patrimonio netto nel momento di esercizio del riscatto<sup>786</sup>. Il socio con potere di riscatto, dunque, non sembra essere un socio immune dal rischio negativo di impresa.

Le argomentazioni qui svolte non possono tuttavia estendersi alle società a responsabilità limitata ove, come si è visto, vi è un espresso divieto all'acquisto di partecipazione proprie da parte della società (art. 2474 c.c.), fatte salve le eccezioni introdotte dal d.l. n. 179/2012 di cui si è dato conto *supra*<sup>787</sup>.

### **1.5. Ragioni dell'opportunità di un intervento legislativo**

Qualora non si condivida l'interpretazione sistematica proposta, ma si ritenga che, nonostante l'evoluzione del contesto economico e l'evoluzione della normativa in tema di società di capitali, le clausole di *put* e le azioni redimibili debbano considerarsi nulle per contrarietà all'ordinamento vigente, è opportuno

---

<sup>786</sup> Sulla base dello stesso ragionamento, in dottrina è stata ammessa la legittimità di azioni che incorporano un diritto alla quota di patrimonio netto di liquidazione superiore all'ammontare del conferimento. Poiché il ricevimento della quota di liquidazione è condizionato all'esistenza di un residuo attivo di liquidazione che la possa coprire, non si configurerebbe una violazione del divieto di patto leonino, né tantomeno di un diritto alla restituzione del conferimento. Il diritto a ricevere quella somma è infatti condizionato alla capienza del patrimonio netto di liquidazione. Così SFAMENI, *Sub* art. 2350, cit.

<sup>787</sup> Vedi parte seconda, sezione prima, capitolo 2.1, b), p. 182. L'applicabilità dell'art. 2357 c.c. alle menzionate eccezioni è discussa. Sul punto si veda la nota 407 a p. 135.

interrogarsi circa l'opportunità di superare questa conclusione in una prospettiva *de iure condendo* mediante un intervento legislativo.

Le considerazioni che seguono si inseriscono in questa discussione. Esse partono dal presupposto che la regola della correlazione tra potere e rischio sia ancora funzionale ad assicurare la corretta amministrazione delle società di capitali oggi, ma pongono in evidenza che: i) vi sono diversi fattori che ne indeboliscono l'efficacia; ii) non è escluso che la contrattazione privata, le condizioni di mercato, o altre disposizioni possano ugualmente garantire la corretta amministrazione della società; iii) l'esigenza di finanziamento andrebbe oggi privilegiata.

#### **a) La regola della proporzionalità non assicura la corretta amministrazione**

Nonostante in base al calcolo del valore atteso il socio che partecipa al rischio di impresa in misura proporzionale al conferimento abbia incentivi economici allineati a quelli della società, ciò non assicura in ogni caso che egli influenzerà l'amministrazione della società facendo in modo che gli amministratori prendano le decisioni che ne massimizzano il valore.

Le decisioni di un socio, anche di quello partecipe al rischio, sono influenzate da tantissimi fattori che non rientrano nel calcolo economico del valore atteso e che possono determinare uno scollamento dei suoi interessi da quelli della società. Benefici privati, *bias* cognitivi, propensione al rischio individuale, carenza di informazioni adeguate, interessi non economici sono solo alcune delle varianti che possono incidere sulle preferenze e scelte gestorie del singolo socio e annullare l'ipotetico perfetto allineamento di interessi creato dalla regola della proporzionalità tra potere e rischio.

Innanzitutto, spesso è assai difficile per il socio calcolare con relativa precisione le conseguenze di una determinata decisione. Il socio spesso non ha a disposizione tutte le informazioni che gli consentirebbero di effettuare un preciso calcolo del valore atteso, o comunque di fare delle previsioni economiche affidabili circa gli esiti di una certa strategia di gestione, per poi utilizzarle per prendere la decisione ottimale.

Per tornare all'esempio della società di estetica di cui si è detto sopra<sup>788</sup>, prevedere quanti utili la società sarà in grado di produrre là dove il macchinario più rischioso si riveli maggiormente efficace, o la probabilità di tale eventualità, potrebbe risultare assai difficile per le socie, per cui altrettanto difficile sarà determinare quale è la scelta economicamente più conveniente per la società. Di conseguenza, in assenza di dati economici sicuri, non è detto che la socia titolare di azioni ordinarie, seppur partecipe al rischio, prenderà la decisione che in base ad un calcolo economico-matematico essa dovrebbe razionalmente avere interesse a prendere. Non avendo sufficienti informazioni, la decisione della socia sarà guidata da altri elementi che la regola del divieto di patto leonino non prende in considerazione<sup>789</sup>.

Lo stesso può dirsi anche là dove il socio fosse in grado di determinare la convenienza economica di una scelta in maniera abbastanza precisa: egli non sempre prenderà le decisioni sulla base di un calcolo perfettamente razionale fondato unicamente sul guadagno economico che deriva da una determinata scelta. I motivi sono molteplici.

In primo luogo, i benefici privati che un socio partecipe del rischio di impresa ricava dalla società possono allontanare i suoi interessi da quelli dell'impresa o comunque entrare nel calcolo dei vantaggi individuali che tale socio ricava da una determinata decisione, così influenzando le sue scelte e aumentando il rischio che possa compiere decisioni non ottimali per la società. È il caso, ad esempio, del socio imprenditore di *startup*, che spesso ricopre anche un ruolo amministrativo

---

<sup>788</sup> Vedi capitolo 1, par. 1.1. della presente sezione.

<sup>789</sup> I problemi circa il calcolo del valore atteso delle varie opzioni gestorie sono ancora maggiori nel contesto dei *venture capital*. Per le *startup* innovative è infatti ancora più difficile fare previsioni sui risultati economici di una determinata scelta gestoria rispetto ad un'altra. Altrettanto difficile è effettuare le stime probabilistiche associando a una certa scelta un valore economico in termini di costo o beneficio atteso. I limiti di una regola che stabilisce chi ha gli interessi meglio allineati rispetto a quelli della società unicamente sulla base di un calcolo degli interessi economici di ciascun socio in relazione ad una data decisione sono ancora più evidenti in questo contesto, caratterizzato da previsioni non affidabili, notevoli *bias* cognitivi e importanti lacune informative.

all'interno del cda, che in genere effettua degli investimenti specifici nella *startup* e che investe tutte le sue risorse nella stessa.

In secondo luogo, ogni socio, anche quello che partecipa al rischio di impresa, ha una sua personale attitudine al rischio che lo può portare a prendere scelte più o meno rischiose di quella che, secondo un calcolo matematico-razionale, dovrebbe essere la decisione ottimale.

Un socio potrebbe essere particolarmente avverso al rischio perché ha necessità di mettere da parte dei soldi di cui avrà bisogno tra qualche tempo e non vuole rischiare di perdere quanto investito. Viceversa, un altro socio potrebbe essere esageratamente ottimista rispetto alle possibilità di successo della società ed essere quindi particolarmente incline a prendere rischi elevati. È il caso, ancora una volta, del socio imprenditore di *startup* che non sempre è oggettivo rispetto al suo progetto, per cui sottostima le probabilità di evento negativo e conseguentemente prende scelte non in linea con l'interesse sociale. Ancora, un socio che ha versato un conferimento minimo<sup>790</sup> potrebbe non prendere la scelta che sarebbe per lui economicamente razionale prendere, ma avere interesse a giocare il tutto per tutto. Lo stesso potrebbe accadere nel caso in cui il suo investimento non sia minimo ma sia relativamente basso rispetto alle sue risorse personali, ovvero nel caso in cui egli abbia diversificato il rischio dei suoi investimenti per cui è maggiormente tutelato se anche uno di questi va male. L'attitudine al rischio individuale dei soci, dunque, può portarli a prendere delle scelte diverse da quelle che sulla base della logica del divieto di patto leonino essi, partecipando al rischio di impresa, avrebbero dovuto prendere.

Oltre alle diverse propensioni al rischio di ciascun socio, anche gli interessi non economici dei soci possono incidere sulla strategia gestoria della società, deviando da quella che economicamente risulta essere la più efficiente. Per esempio, un socio potrebbe essere interessato, oltre al proprio profitto personale in termini finanziari, anche ai danni che una determinata scelta provoca sui terzi (si pensi ai

---

<sup>790</sup> L'esempio è di SPOLIDORO, *Clausole di put*, cit., p. 1301.

danni ambientali causati da una certa attività) e, sulla base di questo, potrebbe non prendere le decisioni che massimizzano il valore dell'impresa.

In sintesi, a prescindere dal calcolo del valore atteso ovvero degli interessi economici di ciascuno, in ogni società vi saranno soci più propensi al rischio e soci che preferiscono una gestione più ponderata e prudente; soci più razionali e soci meno razionali; soci interessati unicamente all'aspetto economico e soci interessati anche ad altri risvolti dell'attività di impresa.

Vista la presenza di così tanti fattori che possono incidere sull'interesse del socio che partecipa al rischio, vanificando l'intento della regola della correlazione, il sacrificio all'autonomia negoziale imposto da un rigido divieto imperativo sembra ancora più arduo da giustificare. Non si dimentichi che si tratta, tra l'altro, di fattori che si aggiungono a tutte le ipotesi di disproporzione tra potere e rischio previste dall'ordinamento che già consentono un disallineamento di incentivi tra soci e società, mettendo in crisi la logica sottesa al divieto imperativo in parola e, con essa, il suo fine di una efficiente gestione.

Detto in altri termini, solo se i soci partecipano al rischio di impresa proporzionalmente al loro conferimento, se hanno a disposizione sufficienti informazioni e non hanno pregiudizi cognitivi, se non ricevono benefici privati dall'investimento, se sono perfettamente razionali e se hanno solo interessi strettamente economici, allora la logica sottostante il divieto del patto leonino sarebbe in grado indirizzare la società verso un'amministrazione tendenzialmente migliore rispetto a quella di una società in cui vi sia un socio escluso dagli utili o dalle perdite.

Il fatto che debbano essere presenti tutte queste condizioni affinché la logica del divieto di patto leonino possa funzionare indebolisce l'efficacia del principio sotteso all'art. 2265 c.c. e quindi la necessità di un suo mantenimento. Ancor di più, se questo va a scapito dell'esigenza di finanziamento delle imprese che viene manifestata in maniera sempre più pressante.

**b) La regola della proporzionalità non è indispensabile alla corretta amministrazione**

L'analisi fin qui svolta mostra che il principio di stretta proporzionalità tra potere e rischio è astrattamente idoneo a predisporre un'organizzazione finanziaria della società funzionale alla sua corretta amministrazione. Affermare questo, tuttavia, non significa che in assenza di questa regola sia impossibile costruire un assetto organizzativo complessivo in grado di fornire alle parti sufficienti incentivi a garanzia di un'amministrazione efficiente.

A seconda del contesto di mercato, dei peculiari interessi delle parti in date circostanze e del complessivo tenore degli accordi di investimento potrebbero esservi società in cui, nonostante allocazioni di potere o di rischio diverse da quelle consentite dalla legge, è comunque possibile realizzare la stessa finalità perseguita dalla rigida regola della correlazione<sup>791</sup>. Il presunto sbilanciamento o pericolo per la corretta amministrazione creato da una clausola potrebbe infatti essere neutralizzato o riequilibrato dalla presenza di un altro incentivo che induce i soci a puntare nella stessa direzione.

Sotto questo profilo, diversi autori in dottrina ritengono ad esempio opportuno distinguere le s.p.a. e s.r.l. chiuse dalle s.p.a. con azioni quotate in mercati regolamentati. Per queste ultime, infatti, non solo sarebbe parzialmente diverso il quadro normativo, ma sarebbero anche ravvisabili esigenze e problemi che potrebbero condurre ad una valutazione diversa circa la funzionalità e l'opportunità di mantenere una regola come il divieto di patto leonino<sup>792</sup>.

Per esempio, alcuni autori hanno osservato che nel contesto delle quotate si potrebbe in ipotesi lasciare che sia il mercato ad indicare il sistema di *corporate governance* più efficiente, senza l'imposizione di norme imperative. Il sistema di *corporate governance* adottato da queste società risulta esposto al giudizio del mercato. Si è dunque ipotizzato che, ove tale giudizio sia negativo, la quotazione del

---

<sup>791</sup> NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., p. 415.

<sup>792</sup> In questo senso NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., p. 383.

titolo in borsa diminuirà e la società potrà essere scalata con maggiore facilità. Di conseguenza, per evitare questo rischio, gli amministratori sarebbero incentivati a promuovere sistemi di *corporate governance* efficienti e approvati dal pubblico degli investitori<sup>793</sup>. In altri termini, secondo questa tesi, sarebbe lo stesso meccanismo del mercato a punire le società con un assetto organizzativo poco efficiente, portandole così a sostituirlo. Se così fosse, allora, vi sarebbe minore bisogno di un meccanismo di correlazione tra potere e rischio che assicuri la presenza di un incentivo alla corretta amministrazione da parte del socio che ha il potere di incidere sulla gestione. Il mercato potrebbe infatti essere di per sé idoneo a garantire ciò<sup>794</sup>.

Un effetto simile potrebbe provenire da considerazioni di tipo reputazionale da parte degli amministratori: se un amministratore porta la società al fallimento a causa delle sue scelte troppo rischiose non troverà facilmente un'altra impresa disposta a offrirgli un altro incarico. La necessità di costruirsi e mantenere una buona reputazione potrebbe indurre l'amministratore ad evitare di porre in essere comportamenti sleali e scorretti<sup>795</sup>.

In generale, quindi, non si può escludere che la complessiva sistemazione degli interessi risultante da un accordo privato o da un certo contesto di mercato possa istituire un assetto finanziario-organizzativo della società idoneo ad assicurare la corretta amministrazione dell'impresa, a prescindere dal rispetto del divieto di società leonina. Il principio di correlazione tra potere e rischio rappresenta solo uno dei possibili incentivi che possono indurre gli amministratori

---

<sup>793</sup> L'argomentazione è di SACCHI, *op.cit.*, p. 71, il quale tuttavia si mostra dubbioso circa la reale capacità del mercato di produrre *ex se* un sistema efficiente. Sul tema vedi anche ROSSI, STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma di diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 18.

<sup>794</sup> In questo senso vedi GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in *Governance e mercati, Studi in onore di Montalenti*, tomo I, Torino, 2022, p. 472 ss.

<sup>795</sup> Come si è visto, nel sistema USA gli incentivi reputazionali sono individuati quale possibile argine agli opportunismi all'interno delle *startup VC-financed* (parte prima, capitolo 3, par. 3.3., lett. b). In aggiunta a ciò, gli amministratori vengono in genere ulteriormente responsabilizzati prevedendo degli incentivi di risultato che ricolleghino parte del loro compenso al raggiungimento di determinati obiettivi di *performance*.

ad amministrare meglio grazie all'effetto indiretto del diligente controllo dei soci, ma non è l'unico<sup>796</sup>.

È la stessa dottrina maggioritaria ad ammettere questo: essa, infatti, per allargare le maglie dell'autonomia privata, propone di adottare un'interpretazione teleologica dell'art. 2265 c.c. che consenta, nonostante l'applicazione transtipica della disposizione a tutte le società di capitali, di ammettere quelle clausole che, sebbene leonine, non mettono in pericolo l'interesse alla corretta amministrazione di cui la norma è paladina, in virtù di altri elementi dell'accordo tra le parti. Allo stesso modo, è questo il ragionamento con cui la Cassazione nella pronuncia del '94 esaminata *supra*<sup>797</sup> arriva ad ammettere la validità dell'opzione di *put* sottoposta al suo esame.

Sotto questo profilo si osserva, tuttavia, che continuare a ritenere applicabile una norma a tutte le società capitalistiche senza distinzioni, lasciando che sia il giudice a dover decidere, caso per caso, sulla base di un'interpretazione teleologica della disposizione, se ammettere o meno una data pattuizione formalmente contraria alla legge, non è certo il miglior incentivo all'investimento. L'allargamento dell'autonomia negoziale che questa interpretazione teleologica vorrebbe garantire non pare idoneo a incentivare gli accordi di investimento, lasciando insoddisfatta quella esigenza di ampliare i canali di finanziamento alternativi a quello bancario che imperversa tra gli operatori del mercato.

Se la regola continua ad essere l'applicazione indistinta dell'art. 2265 c.c. anche ai patti parasociali delle società di capitali, infatti, il potenziale investitore sa che la sua opzione di *put* potrebbe essere considerata valida, ma che il socio tenuto

---

<sup>796</sup> Sul punto vedi anche ENRIQUES, *op.cit.*, p. 969-970, secondo cui, a causa dell'unicità di ciascuna società rispetto ad ogni altra, non esiste "un assetto di governo societario migliore che il legislatore può imporre all'insieme delle società per azioni". Non solo: "anche ammesso, con uno slancio di ottimismo, che il legislatore sia in grado di individuare quello che, nelle circostanze date, può meglio funzionare nella maggioranza delle società esistenti in quel dato momento, non vi è alcuna garanzia che nel tempo esso si dimostri ugualmente il migliore possibile né che i vantaggi che ne ricavano le società per le quali esso è effettivamente ottimale siano superiori agli svantaggi che vengono imposti alle società per le quali un diverso assetto di governo societario sarebbe preferibile".

<sup>797</sup> Vedi parte seconda, sezione prima, capitolo 1, par. 1.4., lett. b).

al pagamento ne ecciperà probabilmente la nullità secondo la sua convenienza. Per ottenere il pagamento egli dovrà allora agire in giudizio, provare che la *ratio* della corretta amministrazione è altrimenti tutelata dall'accordo di investimento e sperare che il giudice accolga un'interpretazione teleologica dell'art. 2265 c.c.

Anche ammesso che questo processo si concluda con una sentenza favorevole per l'investitore, tra il momento dell'esercizio dell'opzione *put* e il suo pagamento da parte dell'altro socio passeranno anni di giudizio. Pare allora che la flessibilità creata dall'adozione di un'interpretazione teleologica non si traduca in reali benefici nella prospettiva *ex ante* di favorire gli investimenti, lasciando aperto quel *gap* tra esigenze del mercato e diritto societario italiano.

Se così è, rinunciare a uno - ma non l'unico - degli incentivi astrattamente idonei ad assicurare la corretta amministrazione della società (partecipazione alle perdite da parte di tutti i soci) non pare così sbagliato.

A ciò si aggiunga solo un'ulteriore considerazione: l'eliminazione del divieto di patto leonino per le società di capitali non aprirebbe la porta alla legittimazione dei comportamenti scorretti da parte degli amministratori. Non va dimenticata, infatti, la possibilità di promuovere un'azione di responsabilità nei confronti dell'organo gestorio in caso di condotte di *mala gestio*. Gli amministratori, dunque, non diventerebbero liberi di perseguire i loro interessi personali a discapito di quelli sociali: anche in assenza della regola della correlazione esistono altri argini rispetto al rischio di comportamenti opportunistici a livello gestionale.

### **c) L'esigenza di finanziamento andrebbe oggi privilegiata**

È pacifico che le società capitalistiche italiane soffrano - ormai da tempo - perché non hanno le risorse per operare o perché possono ottenere queste risorse solo a costi molto elevati tramite un prestito bancario.

Se un tempo - quando ancora non si registrava una mancanza di canali di finanziamento adeguati - incentivare la corretta amministrazione della società attraverso una regola che imponesse il mantenimento di una correlazione tra il potere e il rischio all'interno della società poteva dirsi preminente rispetto

all'esigenza di ampliare le fonti di approvvigionamento delle imprese, oggi è più difficile sostenere altrettanto. Se le società italiane muoiono o non sono in grado di crescere per mancanza dei finanziamenti necessari, rallentando così anche la crescita dell'economia, poco importa che vi sia una regola che possa in astratto creare un incentivo che spinga i soci ad influenzare l'amministrazione in maniera più corretta.

A questa conclusione sembra doversi giungere, a maggior ragione, se si considera che l'efficacia di questa regola è già stata significativamente sminuita dalle vistose deroghe al principio di correlazione oggi espressamente consentite, nonché da tutti gli altri fattori che possono incidere sugli interessi del socio (par. 1.5., lett. b), riducendo così notevolmente l'efficacia e i benefici della regola. A ciò si aggiunge che non è escluso che le parti siano in grado di costruire *ex se* un assetto di interessi parimenti funzionale in termini di corretta amministrazione a quello imposto dalla regola imperativa (par. 1.5., lett. a). Non solo: bisogna altresì tenere presente che, anche in assenza di applicazione della regola, il verificarsi dei comportamenti sleali o scorretti a livello gestionale è solo eventuale e che, in ogni caso, l'ordinamento prevede altri elementi in grado di incentivare gli amministratori a comportarsi correttamente, primo fra tutti la possibilità di promuovere un'azione di responsabilità nei loro confronti in caso di *mala gestio*.

L'insieme di queste considerazioni sembra indicare che, sebbene vi sia il rischio di comportamenti opportunistici da parte degli amministratori e questo rischio vada in una certa misura arginato, il sacrificio dell'autonomia negoziale imposto dal divieto di patto leonino costituisce oggi un sacrificio sproporzionato rispetto ai benefici prodotti in termini di corretta gestione delle società di capitali. E ciò sia alla luce della sua ridotta efficacia, sia della indifferibile necessità di ampliare le fonti di approvvigionamento di queste società.

Peraltro, anche ammettendo che il divieto di patto leonino abbia un'efficacia infallibile nell'eliminare il rischio di una scorretta amministrazione nelle società di

capitali, se il prezzo di questa tutela è troppo alto in una prospettiva *ex ante*, la sua imposizione risulterebbe nondimeno inopportuna.

Quanto detto sembra dunque indicare l'opportunità di una modifica legislativa che consenta *de iure condendo* di ammettere la validità di opzioni *put* nel nostro ordinamento (sempre là dove non si condivida la interpretazione sistematica proposta *supra* che le considera lecite *de iure condito*). Più problematico risulta capire in cosa debba concretizzarsi questa modifica.

Un'ipotesi è che il legislatore detti una norma che escluda l'applicazione dell'art. 2265 c.c., per quanto riguarda la parte relativa alla partecipazione alle perdite, alle società di capitali. Per esempio, per le s.p.a. il legislatore potrebbe specificare che all'art. 2348 c.c., quando ammette la possibilità di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi "anche per quanto concerne la incidenza delle perdite", questo include anche la possibilità di escludere dalle perdite i titolari di una categoria azionaria. Per le s.r.l., la stessa specificazione potrebbe essere fatta anche con riguardo alla possibilità, prevista dall'art. 2468, comma terzo, c.c., di attribuire a singoli soci particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili, precisando che in quest'ultima fattispecie è compresa anche la esclusione dalle perdite.

Modifiche legislative di questo tipo, tuttavia, determinerebbero verosimilmente un contrasto con l'art. 2247 c.c. Se si assegna alla definizione di società una portata cogente, continuando a ricavare da quella definizione la necessaria partecipazione al rischio negativo di impresa quale elemento imprescindibile di ogni partecipazione sociale, infatti, vi sarebbe un conflitto normativo. Adottando questa tesi, allora, per arrivare al risultato voluto, ovvero ammettere le opzioni di *put* e le azioni redimibili nel nostro ordinamento, bisognerebbe forse modificare lo stesso art. 2247 c.c., operazione impegnativa dal punto di vista sistematico. In alternativa, potrebbe dirsi che le modifiche ipotizzate rappresentino delle regole speciali in deroga a quella generale sancita dall'art. 2247 c.c.

## **CAPITOLO 2. IL DIVIETO DI PATTO LEONINO NELLE *STARTUP VC-FINANCED***

### **2.1. *Startup VC-financed* e *ratio* del divieto**

In aggiunta a quanto osservato nel capitolo precedente circa la *ratio* sottostante il divieto di patto leonino, il mercato del *venture capital* presenta delle caratteristiche che portano ad escludere con ancora maggiore decisione l'applicabilità di tale *ratio* in questo contesto. Le ragioni sono molteplici.

#### **a) L'indiretta esclusione dalle perdite non è una garanzia di rimborso per il *venture capitalist*.**

Lo studio della struttura finanziaria delle *startup VC-financed* e del modello di investimenti dei fondi di *venture capital* mostra che il finanziatore di *venture*, nonostante la stipulazione di un'opzione di *put* o di un diritto di riscatto, non è un socio che non partecipa al rischio, indifferente rispetto alle perdite riportate dalla società. Come già osservato, infatti, se la società riporta delle perdite, egli potrà sì esercitare l'opzione, ma non è detto che otterrà il pagamento della sua partecipazione da parte dal socio imprenditore, per cui egli è tutt'altro che immune dalle perdite. Se questo argomento può essere speso per le opzioni di *put* stipulate tra soci di una qualsiasi società di capitali, esso risulta ancora più vero con riguardo al contesto dei contratti di *venture capital*. Si procede ora a spiegare perché.

Il socio imprenditore di una *startup* innovativa, come si è visto, è un soggetto con una buona idea, ma senza le risorse economiche per svilupparla. Egli, per finanziare il suo progetto, è costretto a rivolgersi a investitori terzi proprio a causa dell'assenza di fondi personali da investire. È pertanto assai difficile immaginare che, a distanza di pochi anni dal finanziamento, nel momento in cui il *venture capitalist* esercita l'opzione di *put*, egli abbia acquisito la disponibilità finanziaria per pagare l'opzione. E questo a maggior ragione, se si considera che il finanziamento richiesto è in genere di ammontare considerevole, che le *startup* innovative non producono utili nei primi anni di vita o reinvestono i pochi utili prodotti e che l'opzione di *put* viene in genere esercitata proprio in caso di crisi o cattivo andamento della società.

Per il *venture capitalist*, infatti, è conveniente uscire dalla società mediante la clausola di riacquisto solo quando il valore della sua partecipazione è inferiore al prezzo predeterminato dell'opzione, il che si verifica quando, a causa delle perdite riportate dalla società e di una diminuzione delle sue prospettive di crescita, il valore della *startup* crolla.

Un esempio pratico aiuta a esemplificare ulteriormente il concetto.

Un soggetto vuole sviluppare un progetto per la costruzione di un *social network* che metterà in contatto milioni di persone. Non avendo le risorse per mettere a punto la propria idea, si rivolge ad un socio di *venture* che, valutando valido il suo disegno industriale, decide di investire nella *startup* 50 milioni. Dopo qualche anno, le cose iniziano ad andare male per la *startup*, le *chance* di successo diminuiscono, sul mercato emergono nuovi *competitor* che offrono lo stesso prodotto e il socio finanziatore decide di esercitare l'opzione di *put* per recuperare i soldi e investirli altrove. Tuttavia, non avendo la *startup* prodotto utili fino a quel momento ed essendo il suo valore crollato per via del calo nelle aspettative di profitto, è assai probabile che il socio imprenditore non sarà in grado di pagare quei 50 milioni. Egli sarà al massimo capace di pagarne una piccolissima parte con i suoi fondi personali.

Lo stesso vale se il *venture capitalist*, nella stessa situazione di crisi della società, decida di esercitare il proprio diritto al riscatto nei confronti della *startup* stessa. Come si è visto, le *startup* innovative sono società con pochissimi beni materiali, il cui unico bene di valore è il brevetto industriale sul progetto imprenditoriale, il quale è però soggetto a rapida svalutazione nel caso in cui la società vada male. Anche qualora il socio finanziatore eserciti il suo diritto di vendita, la società il più delle volte non avrà né la liquidità né i beni per pagare il riscatto o almeno la gran parte di esso.

Quanto detto spiega perché l'esercizio dell'opzione di *put* rappresenta una strategia di *exit* di ultima istanza per il *venture capitalist*, il quale vi ricorrerà solo quando non dovessero essere realisticamente perseguibili le altre opzioni di *exit*

(IPO, fusioni, acquisizioni etc.)<sup>798</sup>. Queste ultime tendono infatti a garantire ritorni maggiori per l'investitore, ma non sempre è possibile procedervi. Qualora la *startup* non riesca a crescere come sperato, per esempio, è difficile trovare un acquirente che sia disposto a realizzare un'acquisizione o una fusione con la stessa<sup>799</sup>. E' solo in questo caso allora che il *venture capitalist* eserciterà l'opzione di *put*, sperando di recuperare almeno una parte, per quanto minima, dell'investimento.

Al contrario di quanto sostenuto dalla dottrina maggioritaria, dunque, non è vero che, per via dell'opzione di *put* o dell'assegnazione di azioni redimibili, il socio finanziatore è un socio del tutto indifferente al verificarsi di perdite. Dal momento che l'esclusione totale dalle perdite realizzata da queste fattispecie è un'esclusione solo indiretta, il *venture capitalist* non ha alcuna certezza circa il rimborso dell'investimento effettuato. Ma non solo: come si è appena evidenziato, rispetto alle società di capitali tradizionali, il livello di rischio del *business* e la struttura finanziaria dell'impresa innovativa diminuiscono ulteriormente le probabilità che il socio imprenditore o la società siano in grado di adempiere al pagamento. E ciò indipendentemente dal fatto che le clausole in oggetto siano inserite nello statuto o stipulate solo a livello parasociale. Tutt' al più si può dire che il *venture capitalist* grazie a queste clausole acquista una garanzia di ricevere qualcosa in più rispetto agli altri soci nel caso le cose vadano male, ma questa garanzia non lo esonera in alcun modo dal rischio negativo di impresa.

Le osservazioni svolte sono ancora più evidenti se si tiene a mente il modello di *business* su cui si fonda l'investimento dei fondi di *venture capital*. Se fosse vero che, in virtù del diritto di *put* o di una clausola di *redemption*, il *venture capitalist* acquistasse la certezza di non essere toccato dalle perdite della società, avendo diritto di ricevere indietro lo stesso ammontare investito più interessi, il portafoglio di investimenti del fondo di *venture* avrebbe sempre un rendimento positivo. Anche se le *startup* del portafoglio riportassero delle *performance* negative, infatti, il socio

---

<sup>798</sup> FELICETTI, *Venture capital, put options e patto leonino: ragioni giuridiche ed economiche per una rilettura*, in AGE, 2021, p. 315.

<sup>799</sup> FELICETTI, *op.cit.*, p. 315.

finanziatore non parteciperebbe alle perdite, perchè gli basterebbe esercitare l'opzione *put* o il diritto di riscatto per vedersi restituire quanto investito, più interessi.

Così, tuttavia, non è: come si è visto<sup>800</sup>, i dati mostrano che il rendimento positivo del fondo di *venture* dipende dallo straordinario successo di una o due *startup* che devono compensare le perdite subite rispetto a tutti gli altri investimenti del portafoglio. In assenza di una “home-run”, il *venture capitalist* perde, il suo portafoglio ha un rendimento negativo ed egli non è in grado di rendere i soldi agli investitori del fondo. Invero, il rischio che il *venture capitalist* perda rispetto ad un investimento è altissimo: i dati mostrano che circa il 90% delle *startup* in cui il fondo investe falliscono, mentre solo il 5% raggiunge il successo sperato.

Dal momento che il socio di *venture* è un socio che rischia di perdere, non può parlarsi di esclusione assoluta dalle perdite e non può quindi configurarsi un contrasto con il divieto di patto leonino.

## **b) La peculiare struttura finanziaria delle *startup VC-financed***

Nel tipico accordo di investimento tra *venture capitalist* e imprenditore il primo riceve, in cambio del finanziamento, delle partecipazioni con c.d. preferenza liquidatoria<sup>801</sup>. La presenza di queste clausole, nate nei contratti di *venture*

---

<sup>800</sup> Vedi parte prima, capitolo 1.

<sup>801</sup> Le azioni o quote con preferenza liquidatoria non sembrano sollevare problemi di compatibilità con il nostro ordinamento societario. Difettando quella esclusione totale e costante dagli utili o dalle perdite richiesta dall'art. 2265 c.c. sembra potersi scartare l'ipotesi di una violazione del divieto del patto leonino. In questo senso vedi: Vedi AGSTNER, CAPIZZI GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 438; AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *The corporate design*, cit., p. 23-24; POLLASTRO, *op.cit.*, p. 2261. Nello stesso senso anche GIUDICI, nel suo intervento al convegno “*Il finanziamento tramite venture capital. In occasione dei 20 anni della Riforma del diritto societario*”, tenutosi a Roma il 1° Dicembre 2023. Secondo PIAZZA, *op.cit.*, p. 526 ss., peraltro, devono ritenersi leonine le pattuizioni che prevedono a favore di alcuni soci una preferenza in sede di riparto degli utili talmente elevata da escludere in concreto uno o più soci dagli utili. Bisognerebbe dunque guardare al risultato pratico realizzato dalla clausola caso per caso.

americani, è stata riscontrata con estrema frequenza anche nei contratti italiani<sup>802</sup>, per cui occorre tenerne conto.

L'analisi svolta nella prima parte del lavoro mostra che nelle società finanziate da *venture capital*, a causa della presenza delle preferenze liquidatorie, nessuno dei soci ha incentivi perfettamente allineati a quelli della massimizzazione del valore della società: né il socio finanziatore indirettamente escluso dalle perdite, né il socio imprenditore che partecipa al rischio di impresa.

Se in una normale società di capitali il socio che partecipa proporzionalmente agli utili e alle perdite è il socio che si trova nella posizione migliore per esercitare il potere gestorio perché i suoi interessi economici di regola coincideranno con quelli della società, lo stesso non sembra potersi affermare per il socio imprenditore delle *startup VC-backed*, ove la creazione di diverse categorie di azioni disgrega l'unicità dell'interesse sociale, allontanando gli interessi di entrambi i soci da quello della società.

In presenza di una preferenza liquidatoria il socio imprenditore, pur partecipando agli utili della società, non ottiene alcun profitto se la società non supera una determinata soglia di valore pari all'ammontare della preferenza liquidatoria assegnata all'investitore di *venture*.

---

Sul punto può tuttavia osservarsi che tale valutazione andrebbe compiuta *ex ante*, nel momento genetico dell'assegnazione della preferenza, per cui una preferenza originariamente congrua rispetto agli interessi dell'imprenditore e del finanziatore (che hanno deciso di impegnarsi nel progetto imprenditoriale ritenendo che la *startup* avesse le potenzialità per ottenere dei profitti ben superiori alla preferenza) non potrebbe essere considerata nulla, a posteriori, per effetto di un esito negativo dell'affare.

Del resto, se la preferenza fosse stata fissata *ab origine* in un ammontare così alto da escludere a priori eventuali utili per l'imprenditore, questi non avrebbe accettato il finanziamento (e, probabilmente, nemmeno l'investitore sarebbe stato interessato all'investimento).

Vedi inoltre NIGRO, ENRIQUES, *Venture capital*, cit., p. 173, i quali prospettano, senza peraltro condividerla, un'ipotesi di incompatibilità tra il diritto di conversione spesso associato alle preferenze liquidatorie e il nostro ordinamento.

<sup>802</sup> Sul punto vedi lo studio di GIUDICI, AGSTNER, CAPIZZI, *The corporate design*, cit., p. 1 ss. dell'estratto. Gli autori conducono un'indagine empirica degli statuti di oltre 5000 società italiane iscritte nella sezione dedicata alle *startup* innovative del registro delle imprese, dalla quale risulta che le preferenze liquidatorie sono inserite nella stragrande maggioranza degli statuti analizzati.

Se, da un lato, questo incentiva il socio imprenditore ad impegnarsi nella gestione e non sperperare i finanziamenti ricevuti, dall'altro lo spinge a prendere delle scelte più rischiose di quelle che prenderebbe in assenza della preferenza; scelte che gli consentano di superare quella soglia di valore<sup>803</sup>. Le preferenze liquidatorie del *venture capitalist*, dunque, incrementerebbero la propensione al rischio dell'imprenditore, rispetto al socio di una società tradizionale. Non solo: si ritiene che l'imprenditore di *startup* innovative tenda a sottovalutare i rischi di fallimento del suo progetto, riponendovi eccessiva fiducia. Questa maggiore propensione al rischio può portare l'imprenditore a preferire scelte di gestione non in linea con l'interesse della società.

Quanto detto è particolarmente evidente in relazione a determinate decisioni di *exit*<sup>804</sup>.

Più nello specifico, come si è visto dallo studio del sistema americano, tutte le volte in cui la *startup* riceva un'offerta di acquisto o di fusione per un prezzo inferiore alla soglia della preferenza liquidatoria del *venture capitalist*, il socio titolare di azioni ordinarie sarà sempre portato ad ostacolare o impedire l'*exit*. Anche quando l'offerta rispecchi il valore della società o sia addirittura a questo superiore, infatti, il ricavato dell'eventuale vendita (o di altra operazione di *exit*) andrà integralmente distribuito al socio di *venture*, mentre l'azionista ordinario si ritroverebbe con niente.

Si precisa che questo può avvenire non solo con riguardo ad una *startup* che si trova in zona di crisi, ma anche rispetto alle *startup* che hanno perso la prospettiva di crescita esponenziale prevista inizialmente, ma che non di meno sono in grado operare come società tradizionali, con rendimento basso (ma non fallimentare)<sup>805</sup>.

---

<sup>803</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*

<sup>804</sup> Per una disamina dei possibili opportunitismi del socio imprenditore rispetto alle decisioni di *exit* si veda: parte prima, capitolo 3, par. 3.1.

<sup>805</sup> Si parla a questo proposito di *living dead*, ovvero, per usare le parole di UTSET, *op.cit.*, p. 56, "*firms that are profitable, but not enough to allow them to be sold on a timely basis in a private sale or public offering*". Talvolta si utilizza il termine "zombie", vedi WEISS, *op.cit.*, p. 13 dell'estratto, ovvero "*a startup that has proved to be a poor home-run prospect encounters VC-side pressure to sell, even though it could, cutting down on its exponential growth*".

Viste le non elevate prospettive di crescita e i profitti minimi, è probabile che il terzo potenzialmente interessato all'acquisto non sia disposto a spendere una somma superiore all'ammontare della preferenza liquidatoria del *venture capitalist*.

È evidente quindi che, davanti a questo scenario, l'imprenditore non avrà alcun interesse ad accettare l'offerta del terzo, anche là dove essa rappresenti un ottimo affare per la società. Per contro, per l'imprenditore sarà conveniente giocarsi il tutto per tutto: in questa situazione infatti è lui - non il *venture capitalist* - ad avere interesse a prendere rischi eccessivi, in contrasto con l'interesse sociale; è lui che - al contrario del *venture capitalist* e della società - non ha niente da perdere.

In sostanza, quindi, le preferenze liquidatorie non solo disallineano gli interessi del socio imprenditore da quelli del socio finanziatore ma disallineano anche gli interessi del socio imprenditore da quelli della società. Al contrario di quanto presupposto dalla logica sottostante il divieto di patto leonino, dunque, non sempre la decisione che massimizza il valore della società è anche la decisione che massimizza il rendimento del socio imprenditore titolare di azioni ordinarie.

La peculiare struttura finanziaria delle imprese finanziate con *venture capital*, derivante dall'insieme delle clausole con cui imprenditore e investitore regolano il loro rapporto d'affari, rende dunque la regola di cui all'art. 2265 c.c. non funzionale in questo contesto. Invero, il complesso delle clausole contenute nel contratto di investimento, unite agli interessi individuali delle parti, fa sì che anche il socio imprenditore, nonostante la sua partecipazione al rischio, abbia incentivi a comportarsi opportunisticamente.

Ma non è tutto. L'applicazione del divieto di patto leonino nel contesto degli investimenti di *venture capital* non solo non assicura un'amministrazione efficiente da parte del socio imprenditore che partecipa al rischio, ma è anche del tutto inidonea ad eliminare i possibili comportamenti opportunistici del socio finanziatore.

---

*endeavors, be run profitably as a going concern paying its officers decent salaries and perhaps starting to distribute dividends".*

Le cause dei possibili comportamenti scorretti del socio finanziatore all'interno di una *startup* innovativa non si trovano nella sua formale esclusione dalle perdite, ma nell'assegnazione di preferenze liquidatorie e nelle esigenze del fondo di investimento di riferimento. Sono proprio questi ultimi due fattori a determinare il disallineamento di incentivi tra il *venture capitalist* e la società, e tra lui e il socio fondatore. Anche in assenza di una opzione di *put* o dell'assegnazione di azioni redimibili a vantaggio del *venture capitalist*, il rischio di comportamenti opportunistici nelle decisioni di gestione da parte sua vi sarebbe comunque perché non è determinato dalla sua formale esclusione dalle perdite.

Il socio di *venture*, anche se partecipasse nella stessa misura dell'imprenditore alle perdite della *startup*, è un socio che deve tenere conto degli interessi e delle esigenze del fondo di appartenenza ed è sempre un socio cui, in virtù della preferenza liquidatoria, spettano tutti i guadagni fino al superamento di una certa soglia. Sono questi gli elementi che portano il *venture capitalist* ad avere incentivi diversi da quelli della società.

Per concludere, dunque, nel contesto delle *startup VC-financed*, ove gli incentivi di entrambe le categorie di soci possono risultare non in linea con la massimizzazione del valore dell'impresa, il divieto di patto leonino non è in grado di porre alcun argine né agli opportunismi del socio imprenditore né a quelli del socio finanziatore, rappresentando un limite all'autonomia statutaria del tutto ingiustificato. In questo contesto l'incentivo ad una corretta amministrazione in via indiretta da parte dei soci, dunque, va individuato in altri fattori o regole.

### **c) Il peculiare modello di governo societario delle *startup VC-financed***

Nelle *startup VC-financed* il socio indirettamente escluso dalle perdite, ovvero il *venture capitalist*, non è un socio privo di interesse alla corretta gestione dell'impresa.

Secondo la logica del divieto di patto leonino, come è noto, il socio escluso dalle perdite non amministrerebbe correttamente la società in quanto, essendo

sicuro di mantenere l'investimento iniziale, egli sarebbe tentato di prendere rischi elevatissimi e irrazionali. Questa logica non sembra potersi riferire al socio di *venture capital* di una *startup* innovativa.

Come si è visto, il modello di investimento dei fondi di *venture capital* funziona solo se almeno alcune delle società in cui il fondo investe riescono a raggiungere un grande successo. Solo in questo caso, infatti, il rendimento del fondo risulterà nel complesso positivo, consentendo al *venture capitalist* di restituire agli investitori del fondo il capitale investito più il rendimento ottenuto. La capacità del fondo di ottenere un rendimento positivo determina anche le *chance* dei suoi fondatori di poter attrarre nuovi investitori per la costituzione di un nuovo fondo in futuro. E questo sembra rappresentare un grosso incentivo a favore del corretto comportamento gestorio del socio finanziatore.

Il *venture capitalist* ha quindi un forte interesse sia a controllare che l'ammontare da lui investito sia gestito in maniera corretta dall'imprenditore, sia a contribuire attivamente al successo della *startup*. A lui non basta avere indietro quanto investito inizialmente (ammesso che riesca ad averlo indietro), ma deve impegnarsi affinché la società cresca e aumenti di valore. In un contesto societario che vede la partecipazione di investitori finanziari di *venture*, dunque, l'incentivo dei *manager* ad amministrare correttamente dipende dalla possibilità di beneficiare degli aumenti di valore che le imprese fortemente innovative in cui investono possono conseguire nel medio lungo-termine (c.d. *upside*), non dal rischio di evitare la perdita (*downside*)<sup>806</sup>. La partecipazione alle ordinarie distribuzioni di utili della società, invece, non è realmente profittevole per lui, in quanto esse, come visto, avvengono assai di rado nelle prime fasi di sviluppo dell'impresa o comunque hanno dimensioni poco rilevanti. Il *venture capitalist* ha quindi massimo interesse a fare in modo che la *startup* possa crescere il più possibile nel medio-lungo periodo, per poi

---

<sup>806</sup> È proprio su questa potenziale crescita di valore che fa conto il *venture capitalist*.

monetizzare questo valore uscendo dalla società con l'avvicinarsi del termine di durata del fondo, e così soddisfare gli investitori individuali del fondo<sup>807</sup>.

Diversi studi mostrano che per il successo di una *startup* è fondamentale l'attento controllo e impegno del *venture capitalist* sul *management* e il suo contributo nella gestione<sup>808</sup>. Il socio finanziatore di *venture* ha delle competenze gestionali che l'imprenditore non ha e che sono essenziali per il successo del *business*<sup>809</sup>. Il fondo di *venture*, infatti, in genere finanzia il progetto innovativo di un imprenditore di cui in genere sa ben poco, che si trova alla prima esperienza a capo di un'impresa e che pertanto spesso non ha le conoscenze o le capacità manageriali necessarie per raggiungere i propri obiettivi, specie nella fase di espansione del *business*. Per il *venture capitalist* è dunque estremamente importante controllare e indirizzare la gestione in modo che le risorse che ha investito siano gestite nel migliore dei modi. Solo in questo modo può sperare che l'impresa raggiunga quel *boom* economico che gli consentirà di rendere profittevole il suo modello di *business*.

Vietare al socio di *venture* di incidere sulla gestione della società, solo perché in ipotesi escluso dalle perdite della stessa attraverso un'opzione di *put* o un diritto di riscatto della partecipazione, come sostenuto da una parte della dottrina, rappresenterebbe un grave danno per la *startup*, privandola di un apporto amministrativo molto importante<sup>810</sup>.

## 2.2. La validità delle opzioni *put* e delle azioni redimibili

---

<sup>807</sup> In questo senso anche PENZO, *op.cit.*, p. 153, il quale afferma che “*nella pratica è assente qualsiasi interesse dell'investitore nel poter esercitare in maniera poco avveduta i poteri gestori della società, in quanto tale comportamento impedirebbe, o comunque metterebbe a rischio, il raggiungimento del risultato principale seguito dagli investitori*”, ovvero, nel caso di un fondo di investimento, l'incremento del proprio portafoglio di investimenti.

<sup>808</sup> Vedi parte prima, capitolo 1, par. 1.2., lett. b).

<sup>809</sup> FISCH, SEPE, *op.cit.*, p. 873 ss.

<sup>810</sup> Come è noto, secondo la dottrina maggioritaria un'interpretazione teleologica dell'art. 2265 c.c. consente di ritenere valide clausole formalmente leonine quali le opzioni di *put* laddove il socio escluso dalle perdite sia allo stesso tempo escluso da un potere di ingerenza sull'amministrazione.

Il paragrafo che precede (2.1.) mostra che, se già da un punto di vista generale vi sono significativi argomenti per escludere l'applicazione transtipica o analogica del divieto di patto leonino alle società di capitali, nello specifico contesto delle *startup VC-financed* l'applicazione di questo divieto risulta ancor più inidonea a garantire la corretta amministrazione della società cui la norma mira e, dunque, ancora più inefficiente in una prospettiva costi-benefici.

Tale applicazione andrebbe pertanto esclusa.

Escluderla, tuttavia, non consente automaticamente di ammettere la piena validità delle opzioni di *put* o delle azioni redimibili. Anche in questo caso, infatti, a tal fine occorre giustificare la loro conformità anche rispetto all'art. 2247 c.c., cui la dottrina maggioritaria ricollega il requisito della necessaria partecipazione alle perdite della società, assegnandogli una portata cogente. Sul punto si rinvia quindi a quanto detto sopra (capitolo 1, par. 1.3. della presente sezione) circa la possibilità di affermare la validità delle pattuizioni citate attraverso un'interpretazione evolutiva dell'art. 2247 c.c.

Rispetto alle considerazioni fin qui svolte, non persuade la conclusione meno severa, ipotizzata da una parte della dottrina maggioritaria<sup>811</sup>, che esclude l'applicazione dell'art. 2265 c.c. unicamente in caso di socio leonino detentore di una partecipazione minoritaria.

Partendo dal presupposto che la logica sottostante il divieto di patto leonino abbia ancora oggi un ruolo del tutto imprescindibile nell'assicurare un'amministrazione efficiente delle società di capitali, ma allo stesso tempo non potendosi ignorare le esigenze di finanziamento e l'evoluzione del sistema societario nel tempo, si è infatti prospettata l'idea di considerare superato o non applicabile il divieto di patto leonino solo nel caso in cui la partecipazione esclusa indirettamente dalle perdite sia una partecipazione di minoranza, mantenendo invece il divieto nel caso di una partecipazione di controllo. Seguendo questa tesi,

---

<sup>811</sup> Vedi parte seconda, sezione prima, capitolo 1, par. 1.5.

dunque, l'opzione parasociale di *put* andrebbe considerata nulla solo se il suo titolare è il socio di maggioranza della società o comunque un socio con un'influenza rilevante sulla gestione.

Questa soluzione consentirebbe di disapplicare l'art. 2265 c.c. solamente nei casi in cui è certo che ciò non abbia un impatto sugli incentivi del socio che ha fatto il potere di incidere sulla gestione (socio di controllo). In questo modo, dunque, da un lato, verrebbe preservato il fine della corretta amministrazione e, dall'altro, non verrebbero impediti tutte le ipotesi di finanziamento partecipativo ma solo quelle potenzialmente più pericolose.

Rispetto a ciò, tuttavia, si rileva che la maggior parte dei fondi di *venture capital*, e più in generale di *private equity*, detengono partecipazioni considerevoli nelle società in cui investono, e sono dunque interessati ad esercitare poteri di *governance* e a contribuire attivamente allo sviluppo dell'impresa. La riduzione del campo di applicazione del divieto di patto leonino di cui si è detto poc'anzi, dunque, non consentirebbe di venire incontro alle loro esigenze.

L'ipotesi tipica, almeno per quanto riguarda i fondi di *private equity*, è infatti che l'investitore assuma una partecipazione rilevante nelle società del suo portafoglio e che si faccia assegnare speciali diritti di nomina e di controllo sul *management*; diritti e prerogative che vengono spesso rafforzati al verificarsi di determinati eventi legati all'andamento economico della società. Il fine dell'investitore, infatti, non è semplicemente quello di realizzare una operazione di finanziamento, ma anche di contribuire alla gestione e alla crescita del *business*<sup>812</sup>.

L'esigenza di finanziamento emersa nella prassi non sembra dunque poter essere soddisfatta con la soluzione "intermedia" appena richiamata. A ciò va aggiunto che nelle società finanziate mediante capitale di *venture*, come si è visto, il rischio di comportamenti scorretti da parte dei soci e degli amministratori non viene in alcun modo neutralizzato dal divieto di patto leonino, occorrendo a tal fine un

---

<sup>812</sup> Vedi *supra* par. 2.1., lett. c) di questa sezione; e parte prima, capitolo 1, par. 1.2., lett. b).

diverso istituto che intervenga sui doveri dell'organo gestorio in questo tipo di società<sup>813</sup>.

### **2.3. Ragioni dell'opportunità di un intervento legislativo**

Ove non si ritenga possibile aderire all'interpretazione sistematica proposta *supra*, nondimeno, alla luce delle argomentazioni svolte, si ritiene opportuna l'introduzione di una modifica legislativa che consenta *de iure condendo* di ammettere la validità delle opzioni *put* e delle azioni redimibili nel contesto delle *startup VC-financed*.

A questo proposito, oltre a quanto già rilevato in generale nel paragrafo 2.1. del presente capitolo, cui si rinvia, possono aggiungersi due ulteriori considerazioni.

#### **a) L'esigenza di finanziamento è massima**

Se è vero – come pare – che la decisione circa il mantenimento o meno del divieto di patto leonino dipenda da un bilanciamento tra l'esigenza di assicurare una corretta gestione della società e l'esigenza di far sì che le imprese abbiano a disposizione sufficienti risorse finanziarie per operare, non si può non considerare che per le *startup* innovative quest'ultima esigenza ha un peso maggiore rispetto alle società tradizionali.

Come si è visto, per le *startup* innovative l'accesso ai canali tradizionali di finanziamento è del tutto precluso. Considerato il livello di rischio dell'investimento, infatti, le banche non sono disposte a concedere prestiti a queste società, se non a condizioni e tassi stratosferici. Come per le banche, anche per gli altri potenziali finanziatori o investitori non è conveniente investire in queste società se non in cambio di maggiori garanzie di ritorno sull'investimento. Gli altri strumenti di finanziamento messi a disposizione dell'ordinamento, quali ad esempio gli strumenti finanziari partecipativi, non sono in grado di fornire queste maggiori

---

<sup>813</sup> In questo senso MAUGERI, nel suo intervento al convegno *"Il finanziamento tramite venture capital. In occasione dei 20 anni della Riforma del diritto societario"*, tenutosi a Roma il 1° Dicembre 2023.

garanzie ai finanziatori, che, come visto, hanno necessità di svolgere un ruolo attivo nell'amministrazione e vigilare attentamente sull'impiego delle risorse investite. È solo attraverso altri canali di finanziamento, quali le partecipazioni a scopo di finanziamento qui studiate, che le idee innovative riescono ad essere finanziate. L'esigenza di consentire questi nuovi accordi di investimento è dunque quanto mai cruciale in questo settore.

Le stesse esortazioni che provengono dal legislatore europeo sottolineano che il generale bisogno di diversificare le fonti di finanziamento per le imprese è massimo proprio con riguardo ai settori imprenditoriali più innovativi<sup>814</sup>.

#### **b) Il livello di rischio ottimale nelle *startup* innovative non sempre è quello imposto dal divieto di patto leonino**

In generale il rischio ottimale per la società è quello che le consente di massimizzare il suo valore, continuare ad operare e produrre utili. Secondo la logica del divieto di patto leonino questo corrisponde all'assunzione di un rischio né troppo estremo né troppo misurato e che sia valido in qualsiasi contesto. Per contro, il socio "leone" amministrerebbe in maniera troppo avventata (in caso di esclusione dalle perdite) o troppo prudente (in caso di esclusione dagli utili).

Talvolta però, specie nel campo dell'innovazione, è possibile che il livello di rischio ottimale per l'impresa non sia il livello di rischio ottimale per la collettività in generale. A sostegno di ciò possono formularsi due diverse argomentazioni.

In primo luogo, nel campo delle società innovative, lasciare che cessino l'attività le società che non sono in grado di innovare potrebbe non determinare una riduzione del benessere complessivo, in quanto le risorse utilizzate per tenere in vita queste società a basso rendimento potrebbero essere direzionate altrove, per il finanziamento di attività di impresa più promettenti.

---

<sup>814</sup> Sul punto vedi BRIZZI, *op.cit.*, p. 13 ss.

In secondo luogo, si può ipotizzare che, nello sviluppo di *business* che sono per natura estremamente rischiosi, se non si prende un rischio superiore al normale o superiore a quello che sarebbe razionalmente opportuno assumere, la singola società durerà anche più a lungo, ma probabilmente non raggiungerà risultati altrettanto innovativi (o non li raggiungerà altrettanto velocemente), con conseguente diminuzione dei benefici dal punto di vista generale.

Si pensi, ad esempio, ad una società che produce aspirine e che sta valutando se iniziare a investire sullo sviluppo di un nuovo medicinale contro il cancro. Il rischio associato a questo investimento è molto elevato: non si sa se si riuscirà a produrre il medicinale né le tempistiche di produzione, non si quale sarà la sua efficacia né i suoi effetti collaterali, non si sa se nel frattempo vi saranno sul mercato altri medicinali con efficacia pari o superiore.

Ebbene, applicando il divieto di patto leonino, il socio esposto ai rischi e alle perdite della società, presumibilmente, davanti ad una decisione del genere spingerà per mantenere solo il *business* attuale e più sicuro della produzione di aspirine. Considerato il rischio di fallimento associato allo studio e alla produzione di un medicinale contro il cancro, infatti, il socio che partecipa alle perdite ha interesse a non investire in questa nuova attività. Il divieto di patto leonino non consente che soci con interessi finanziari diversi da quello tipico di socio influiscano sulla gestione perché vuole impedire che vengano prese decisioni troppo rischiose (o troppo prudenti nel caso di esclusione dagli utili).

Nonostante non investire nella ricerca e sviluppo del nuovo medicinale rappresenti una scelta impeccabile sulla base di un calcolo razionale che tenga conto degli elevati rischi economici ad essa connessi, forse in questo caso non sarebbe così disastroso avere in società anche dei soci i cui incentivi sono in linea con la decisione più rischiosa. Anche se questo potrebbe portare al fallimento di un maggior numero di società, infatti, allo stesso tempo potrebbe portare a ottenere risultati innovativi

con maggiore rapidità<sup>815</sup>. La percentuale di rischio moderata prediletta dal divieto di patto leonino, viceversa, è idonea a mantenere in vita un maggior numero di società ma potrebbe rallentare la nascita o il successo di progetti innovativi, per natura rischiosi.

Detto in altri termini, l'ipotesi è che l'ammontare di rischio ottimale possa variare a seconda dell'industria di riferimento e a seconda dell'oggetto sociale della società. Per esempio, il livello di rischio ottimale per la gestione di un ristorante potrebbe non essere lo stesso di quello di una società che produce carne artificiale in laboratorio. Certi *business* si fondano sul rischio, su una scommessa: non si sa quante persone compreranno la carne artificiale invece di quella naturale, non si sa se la carne artificiale avrà effettivamente lo stesso sapore di quella naturale, non si sa se e in quanto tempo si riuscirà a produrla, in quali e quanti Stati potrà essere commercializzata...<sup>816</sup>

#### **2.4. Le conseguenze di una disapplicazione del divieto di patto leonino**

Come si è visto, a prescindere dall'applicazione o meno del divieto di patto leonino, nelle *startup* innovative sia il socio imprenditore sia il socio finanziatore hanno interessi non perfettamente in linea con quelli della società, per cui in talune circostanze saranno tentati di gestire la società in maniera opportunistica.

Rispetto a questo quadro, la disapplicazione del divieto di patto leonino alle *startup* innovative ha sicuramente dei vantaggi in una prospettiva *ex ante*: il potenziale investitore è maggiormente incentivato all'investimento, perché sa di poter ottenere maggiori garanzie di ritorno del suo investimento (ad esempio

---

<sup>815</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*, menzionano alcuni casi di *startup* americane che sono riuscite a raggiungere un grande successo proprio grazie agli altissimi rischi presi.

<sup>816</sup> Sotto un profilo più generale, si può altresì rilevare che i benefici di una diversificazione tra i membri del consiglio di amministrazione sono ormai in generale associati ad un miglioramento dei risultati della società, *startup VC-financed* inclusa. Sebbene suddetta diversificazione si riferisca ad aspetti quali il genere, l'età, l'educazione e il profilo professionale degli amministratori, si tratta di elementi che determinano anche una diversa propensione al rischio dei membri dell'organo amministrativo, circostanza che è vista come un fattore positivo da promuovere.

mediante la stipulazione di un'opzione di *put*), e, contemporaneamente, di esercitare un potere indiretto sulla gestione.

In una prospettiva *ex post*, tuttavia, permane il rischio che i soci (sia imprenditori, sia finanziatori) pongano in essere quegli opportunismi gestionali che sono stati messi in luce nello studio del sistema americano. In assenza della regola di cui all'art. 2265 c.c. (che, peraltro, come si è visto, in questo contesto non pare idonea a porre alcun tipo di argine rispetto a questi comportamenti) l'unica tutela che rimarrebbe è rappresentata dalla possibilità di promuovere un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori ex art. 2392 c.c.

Questa disposizione, come è noto, prevede che gli amministratori rispondano dei danni causati da una violazione dei doveri inerenti la loro carica. La regola di responsabilità posta dall'art. 2392 c.c. dunque può, da un lato, disincentivare *ex ante* un comportamento scorretto (l'amministratore per evitare di essere citato in giudizio è incentivato ad una diligente gestione), dall'altro, nel caso in cui il comportamento non diligente sia posto in essere, porvi rimedio *ex post* mediante una condanna al risarcimento dei danni.

La norma mira a porre un freno agli opportunismi gestionali degli amministratori della *startup*, i quali non sono liberi di fare i propri interessi, sia che si tratti di rappresentanti del *venture capitalist* sia si tratti di rappresentanti del socio imprenditore.

L'efficacia deterrente di questa disposizione, tuttavia, potrebbe essere in qualche modo ridotta dalla regola della *business judgment rule*, in base alla quale, come è noto, il giudice nel valutare la violazione del dovere gestorio da parte degli amministratori non può entrare nel merito della decisione contestata. Di conseguenza, solo decisioni del tutto irrazionali potrebbero portare ad un accertamento di responsabilità gestoria.

A questo proposito può osservarsi che, nel contesto delle *startup VC-financed*, il rischio maggiore di opportunismi da parte degli amministratori si verifica rispetto alle operazioni di *exit*, ove gli interessi economici del socio imprenditore e del socio finanziatore, spesso divergenti non solo tra loro ma anche rispetto all'interesse

sociale, giocano un ruolo cruciale nella decisione. Ebbene, in questi casi, data la frequente presenza di un interesse nell'operazione da parte degli amministratori, lo scrutinio sulla decisione non potrà avvenire con applicazione della *business judgement rule* ma con un più elevato *standard* di giudizio, esattamente come avviene nel sistema americano<sup>817</sup>. Il giudice potrà quindi entrare nel merito della decisione, senza che l'amministratore possa tutelarsi dietro lo schermo della BJR.

Rientrerebbe in questa fattispecie, per esempio, la decisione di *exit* presa a maggioranza grazie ai voti di uno o più amministratori rappresentanti del fondo di *venture capital*; ovvero la decisione di *exit* presa in presenza di piani di incentivazione dell'operazione<sup>818</sup>.

Conseguentemente, in casi del genere entrerebbe in gioco la tutela apprestata dalla disciplina del conflitto di interessi nelle decisioni dell'organo amministrativo o dell'assemblea (rispettivamente artt. 2391 e 2373 c.c. per la s.p.a. e artt. 2475 *ter* e 2479 *ter* c.c. per la s.r.l.).

Sul presupposto che le maggiori distorsioni a livello gestionale in una *startup* innovativa si verificano rispetto a decisioni di *exit*, mentre di regola entrambi i soci hanno interessi in linea con la promozione della crescita e dello sviluppo della *startup*, gli strumenti di tutela menzionati sembrano sufficienti ad arginare i principali rischi connessi all'esercizio del potere gestionale in una *startup VC-financed*.

La previsione di un rimedio risarcitorio a tutela della società azionabile consente altresì di non favorire nessuna delle due categorie di soci. Dal momento che sia il socio imprenditore sia il socio finanziatore possono essere guidati da

---

<sup>817</sup> BROUGHMAN, WANSLEY, *op.cit.*, osservano che nel caso delle decisioni di *exit*, le conseguenze delle scelte degli amministratori sono facilmente prevedibili e quantificabili. L'attore è infatti spesso in grado di determinare il valore atteso dall'*exit* per ogni classe di *shareholders*, per cui se esso differisce in modo tale da condizionare la decisione dell'amministratore, egli può ottenere la disapplicazione della BJR da parte del giudice. Le corti del Delaware si sono dimostrate alquanto propense a intervenire in dispute riguardanti *exit* da *startups*, entrando nel merito delle decisioni (vedi sopra parte prima, capitolo 4, par. 4.1., e capitolo 5).

<sup>818</sup> MOSCO, NIGRO, *op.cit.*, p. 278.

interessi egoistici contrapposti a quelli sociali, infatti, non sembra corretto imporre una regola rigida che privilegi uno solo dei due, sacrificando l'altro<sup>819</sup>. Il fatto che gli amministratori siano responsabili verso la società per i danni a questa causati consente ad entrambe le tipologie di soci di agire in giudizio solo quando è la società nel suo complesso ad essere danneggiata, e non una particolare categoria azionaria o un determinato socio.

Peraltro, resta salva la possibilità per il singolo socio di azionare l'art. 2395 c.c. (o l'art. 2476, comma 7, c.c. nelle s.r.l.) per danno diretto derivante da un atto colposo o doloso degli amministratori.

Per concludere, dunque, l'interpretazione proposta, che esclude l'applicazione del divieto di patto leonino alle *startup VC-financed*, non disconosce che in queste società possano verificarsi dei rischi a livello gestionale dovuti al prevalere di interessi personali dei soci su quelli dell'impresa. Per contro, si ritiene che questi rischi esistano ma che, specie in questo contesto, non siano arginabili dalla regola di cui all'art. 2265 c.c. Alla luce di ciò, l'imposizione di questo divieto appare particolarmente costosa nel quadro descritto, specie a fronte dell'esigenza di finanziamento delle imprese innovative, della presenza di altri incentivi che possono indurre le parti ad una corretta amministrazione, dell'esistenza di altri strumenti di diritto societario che possano fungere da deterrente rispetto alle condotte opportunistiche di soci e amministratori.

## **CAPITOLO 3. IL DIRITTO DI *DRAG-ALONG* E I SUOI LIMITI DI VALIDITÀ**

### **3.1. Il principio di equa valorizzazione**

#### **a) Sulla sua portata imperativa**

---

<sup>819</sup> In questo senso mi pare criticabile la posizione della giurisprudenza del Delaware, secondo cui il dovere fiduciario degli amministratori deve essere volto a realizzare gli interessi dei soci titolari di azioni ordinarie (caso *Trados*), e non dei soci nel loro complesso, ovvero della società.

Il limite principale che la dottrina e la giurisprudenza individuano rispetto alla validità delle clausole di trascinamento è costituito dal principio di equa valorizzazione della partecipazione, che viene in genere desunto dalla disciplina del recesso, delle azioni riscattabili e dell'esclusione del socio di s.r.l.

Come si è visto, il principio mira a proteggere il socio soggetto al potere di trascinamento, considerato il socio debole, dal rischio di subire una espropriazione forzata ad un valore iniquo, determinata discrezionalmente dalla volontà di un altro soggetto.

Rispetto alla posizione di debolezza del socio che subisce il trascinamento, va innanzitutto tenuto presente che nei contratti di investimento studiati vi sono due elementi che tendono ad aumentare i rischi associati alla co-vendita per il socio trascinato.

In primo luogo, bisogna considerare che il *venture capitalist*, titolare del diritto di *drag-along*, è in genere anche titolare di una preferenza liquidatoria che gli assicura di ottenere in via prioritaria il ricavato della co-vendita (o di altra operazione di *exit*) fino ad un certo ammontare prefissato. Questo significa che il corrispettivo della co-vendita verrà ripartito in modo non proporzionale rispetto alle partecipazioni possedute da ciascun socio. Per esempio, se l'ammontare del privilegio di liquidazione è pari a 50 milioni, qualunque sia il prezzo offerto dal terzo i primi 50 milioni dovranno essere assegnati al *venture capitalist* e, solo una volta distribuiti questi, si potrà procedere alla ripartizione della restante parte del prezzo<sup>820</sup>.

---

<sup>820</sup> Sulla legittimità di una distribuzione non proporzionale del ricavato di una vendita congiunta di partecipazioni si veda la massima n. 126 del Consiglio Notarile di Milano, secondo cui *“Si reputano legittime le clausole statutarie che prevedono per il caso di vendita congiunta di partecipazioni da parte di più soci, specie in conseguenza dell’operare di una clausola di covendita o di riscatto, la ripartizione non proporzionale del corrispettivo previsto.”* Nel commento alla massima si chiarisce altresì che *“le parti possono dunque prevedere che il corrispettivo che il terzo complessivamente riconosce sia ripartito in modo non proporzionale rispetto alle partecipazioni da ciascun socio effettivamente possedute e dunque effettivamente vendute. Le ragioni di un tale possibile assetto possono essere varie”*. Tra esse si menziona espressamente *“la volontà di assicurare ex ante ad un socio investitore un ritorno minimo dell’investimento effettuato”*.

Di conseguenza, specie nei casi in cui il prezzo di acquisizione è vicino a quello oggetto della preferenza, gli interessi delle parti rispetto all'operazione non sono affatto gli stessi, perché diverso è quanto esse riceveranno dall'operazione. Sebbene il prezzo unitario per azione sia lo stesso per le azioni del trascinate e per quelle del trascinato (come richiesto dalla clausola), dal momento che la sua ripartizione non è omogenea il rischio cui è esposto il trascinato risulta evidente.

Oltre alla ripartizione non proporzionale, va altresì tenuto presente che l'investitore di *venture capital* ha la necessità di uscire dall'investimento entro il termine di durata del fondo di appartenenza. Non è raro quindi che egli, nonostante il prezzo di vendita offerto dal terzo sia inferiore al valore della società, sia portato ugualmente ad accettare l'offerta per ottemperare all'obbligo di restituzione del capitale ai suoi investitori. Il rischio che il socio trascinato sia costretto a cedere la propria partecipazione ad un valore iniquo è dunque tutt'altro che remoto.

Se si guarda esclusivamente alla clausola di trascinamento, dunque, appare innegabile che, all'interno di un contratto di *venture capital*, il socio trascinato si trovi in una posizione di svantaggio o di debolezza rispetto all'altro socio<sup>821</sup>.

---

La massima precisa, tuttavia, che la validità della clausola rimane soggetta al rispetto del divieto di patto leonino e del principio di equa valorizzazione della partecipazione del socio obbligato a dismettere la propria partecipazione.

<sup>821</sup> Con ciò non si vuole però escludere che il diritto di trascinamento possa essere esercitato in modo favorevole per entrambi i soci e che anche il socio trascinato possa in alcuni casi trarne giovamento.

La posizione di svantaggio del socio trascinato non sembra del tutto venire meno nel caso in cui la clausola di trascinamento preveda un diritto di prelazione in suo favore. Nonostante in astratto questo diritto potrebbe portare ad escludere la situazione di soggezione del socio trascinato, infatti, si tratterebbe di una tutela solo formale per il socio imprenditore che, nel contesto delle *startup* innovative, è estremamente improbabile abbia i soldi per acquistare le azioni del trascinate al posto del terzo o che riesca a reperirli sul mercato. Il socio fondatore chiede un finanziamento al *venture capitalist*, accettando di assoggettarsi al suo potere di trascinamento, proprio perché non ha risorse proprie per portare avanti la propria attività e non è in grado di ottenerle mediante i tradizionali canali di finanziamento. Oltre ai tempi ristretti spesso associati all'esercizio della prelazione, dunque, vi è il problema che ben pochi sarebbero i soggetti disposti a prestargli il denaro necessario per l'acquisto. (Sul punto si veda però la recente sentenza della Cassazione n. 22375/2023 avente ad oggetto l'applicabilità del principio di equa valorizzazione alle clausole di *russian roulette*).

Può però osservarsi che il socio imprenditore soggetto al trascinamento, nel momento in cui accetta di assegnare ad un altro socio un diritto di *drag-along*, è perfettamente consapevole che la co-vendita potrà in ipotesi avvenire ad un prezzo inferiore a quello da lui ritenuto equo. Così come è consapevole che la ripartizione del ricavato della co-vendita non avverrà secondo una logica proporzionale. Nonostante ciò, egli presta liberamente il proprio consenso alla clausola di *drag-along*, valutando i rischi e i benefici dell'accordo e ritenendolo nel suo complesso per lui conveniente<sup>822</sup>. Nessuna parte darebbe infatti volontariamente il proprio consenso ad un contratto, se lo ritiene idoneo solamente a peggiorare la propria situazione.

Salvo che si accerti che il socio imprenditore nella fase di negoziazione si trovasse in una posizione di debolezza che abbia determinato uno squilibrio contrattuale<sup>823</sup>, dunque, sorge spontaneo chiedersi cosa giustifichi un intervento imperativo del legislatore rispetto ad una sistemazione privata di interessi che, seppure potenzialmente rischiosa per una delle parti, è stata raggiunta ad armi pari. Se è vero che il principio di equa valorizzazione ha il fine della tutela del socio debole e non la tutela di interessi generali o di terzi, infatti, occorre chiarire perché il socio cui questa tutela è destinata non possa consapevolmente rinunciare ad essa al fine

---

<sup>822</sup> Questo argomento non vale qualora si accolga la tesi secondo cui per introdurre la clausola di trascinamento nello statuto è sufficiente l'approvazione da parte della maggioranza dei soci, senza che sia necessario il consenso del socio che subirà il trascinamento.

<sup>823</sup> A tal fine solo una valutazione complessiva dell'accordo può rivelare se il socio trascinato si trovi realmente in una posizione di squilibrio contrattuale rispetto al socio trascinante, tale da escludere la sua capacità di tutelare adeguatamente i propri interessi e costringerlo a subire una clausola non voluta.

In questo senso STABILINI, TRAPANI, *op.cit.*, p. 965-966, secondo cui analizzare una clausola singolarmente e esclusivamente nella sua fase esecutiva fornisce un risultato fuorviante in relazione ai rapporti di forza tra le parti, facendo apparire una parte come vittima di un regolamento contrattuale sbilanciato. Invero, se lo sbilanciamento risulta dal complesso degli accordi è un conto; se lo sbilanciamento di una clausola è il "prezzo" per l'ottenimento di altre tutele o vantaggi è un altro. Può accadere, infatti, che la posizione di svantaggio in cui si trova il trascinato rispetto all'esercizio del potere di trascinamento venga compensata dall'attribuzione di vantaggi, in termini patrimoniali o amministrativi, che rendono per lui l'accordo nel complesso conveniente.

di ottenere il finanziamento di cui ha bisogno per sviluppare la propria idea, ma deve essere a tutti i costi protetto dalla legge, col rischio di allontanare potenziali investitori di *venture*<sup>824</sup>.

A questo proposito, non si può dimenticare che spesso è proprio grazie alla previsione di una clausola di *drag-along* che il finanziatore decide di concedere il finanziamento di cui l'imprenditore aveva bisogno, tra l'altro a condizioni per quest'ultimo più favorevoli rispetto ad un prestito bancario. Assicurarsi l'*exit* dalla società è infatti un elemento imprescindibile del modello di investimento dei fondi di *venture capital*. La clausola di *drag-along* potrebbe quindi rappresentare il prezzo (o il rischio) che il socio obbligato all'acquisto si è consapevolmente impegnato a pagare per ottenere il finanziamento necessario a sviluppare la propria idea. Peraltro, visti gli enormi rischi del finanziamento in oggetto, sembra naturale per l'imprenditore dover concedere maggiori garanzie o *collateral* all'investitore.

La dottrina ha rilevato che per giustificare l'imperatività del principio di equa valorizzazione occorrerebbe individuare nella clausola di trascinamento una rilevanza sul piano organizzativo della società, ovvero attribuirle una portata che non si esaurisce sul piano dei rapporti contrattuali tra i soci come nelle vicende di scambio, ma si spiega sull'assetto di interessi societario, rispondendo ad esigenze oggettive della società<sup>825</sup>. La stessa dottrina, tuttavia, nega l'esistenza di questa rilevanza organizzativa rispetto alla clausola di *drag-along*, osservando che essa non è idonea a modificare in alcun modo l'equilibrio di poteri in cui l'organizzazione societaria consiste<sup>826</sup>. Si tratta infatti di convenzioni che mirano a disciplinare l'*exit* dell'intera compagine sociale ed il subentro ad essa di una nuova proprietà, per cui esse non possono svolgere la funzione di stabilizzare gli assetti proprietari e di governo della società<sup>827</sup> e dunque non incidono sull'organizzazione della stessa.

---

<sup>824</sup> È il quesito che si pone ANGELICI, *Fra <<mercato>> e <<società>>*, cit., p. 11-12 ss.

<sup>825</sup> ANGELICI, *Fra <<mercato>> e <<società>>*, cit., p. 18.

<sup>826</sup> ANGELICI, *Fra <<mercato>> e <<società>>*, cit., p. 37. Nello stesso senso DE LUCA, nel suo intervento al convegno "Il finanziamento tramite *venture capital*. In occasione dei 20 anni della Riforma del diritto societario", tenutosi a Roma il 1° Dicembre 2023.

<sup>827</sup> D'ALESSANDRO C., *Patti di <<co-vendita>>*, *op.cit.*, p. 391.

Un'altra parte della dottrina identifica la ragione dell'imperatività della protezione equitativa nella efficacia reale e quindi nella opponibilità *erga omnes* della clausola di trascinamento statutaria, la quale fa sì che essa vincoli non solo i soci che hanno votato per la sua introduzione in statuto ma anche quelli successivi<sup>828</sup>. Questo fatto – si è detto – comporterebbe la difficoltà di far circolare i titoli azionari gravati da un simile “peso”: ben pochi sarebbero infatti gli investitori interessati ad acquistare una partecipazione caratterizzata dal rischio di essere venduta ad un prezzo inferiore al suo valore. Una simile pattuizione statutaria, dunque, porterebbe alla disincentivazione degli investimenti nella società e in ciò dovrebbe identificarsi la ragione della indisponibilità della tutela equitativa<sup>829</sup>.

Quanto detto risulta vero non solo nel caso di creazione di una categoria azionaria, ma anche nelle s.r.l., là dove il diritto di *drag-along* venisse assegnato come diritto particolare del socio ex art. 2468 c.c. (ove ciò sia ritenuto ammissibile). Sebbene in tal caso il diritto di trascinamento non sia trasmissibile ai futuri acquirenti della quota, infatti, le quote dei soci che subiscono il trascinamento, se alienate, rimarrebbero soggette al potere di co-vendita del socio trascinante. Pertanto, anche in questo caso per essi sarebbe estremamente difficile trovare potenziali acquirenti<sup>830</sup>.

Lo stesso può dirsi nel caso in cui il diritto di *drag-along* venga inserito nello statuto di una s.p.a. o di una s.r.l. con formula impersonale, come diritto spettante a qualunque socio che si venga a trovare in una determinata posizione, solitamente la titolarità di una partecipazione maggioritaria<sup>831</sup>. Anche qui, colui che è interessato

---

<sup>828</sup> In questo senso NOTARI, *Exit forzato*, cit., p. 390.

<sup>829</sup> In questo senso ancora NOTARI, *Exit forzato*, cit., p. 390-391.

<sup>830</sup> Quanto detto potrebbe non valere nel caso in cui la clausola statutaria individui personalmente non solo il socio titolare del potere di trascinamento ma anche i soci assoggettati a questo potere: ad esempio “il socio Tizio ha il potere di trascinare le azioni del socio Sempronio e del socio Caio”. In tal caso sembra infatti che, se Sempronio e Caio vendessero le loro partecipazioni, Tizio non avrebbe il potere di trascinare i nuovi soci (sempre ammesso che la posizione di soggezione al trascinamento non si trasmetta con la cessione della partecipazione).

<sup>831</sup> Come affermato dalla Massima 126 del Consiglio notarile di Milano, l'individuazione dei soci soggetti alla clausola di trascinamento statutario può avere luogo, nelle s.p.a., per il

ad acquistare una partecipazione nella società sa che le sue azioni o quote potranno essere vendute a discrezione del socio che in quel momento si trova nella posizione di controllo ad un prezzo inferiore al loro effettivo valore<sup>832</sup>.

L'effetto di una disapplicazione del principio di equa valorizzazione rispetto ad una clausola di trascinarsi statutaria – in qualunque modo essa venga introdotta in statuto - sarebbe quindi quello di limitare fortemente la circolazione delle azioni o quote della società; in ciò identificandosi la ragione della irrinunciabilità in sede statutaria della protezione equitativa da parte dei soci.

Rispetto a questa argomentazione, tuttavia può osservarsi che *ex art. 2355 bis c.c.* è possibile prevedere per via statutaria limiti alla circolazione delle azioni, o addirittura vietarne il trasferimento per un periodo non superiore a cinque anni. In forza della stessa disposizione, inoltre, *“le clausole dello statuto che subordinano il trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci sono inefficaci se non prevedono, a carico della società o degli altri soci, un obbligo di acquisto oppure il diritto di recesso dell'alienante; resta ferma l'applicazione dell'articolo 2357. Il corrispettivo dell'acquisto o rispettivamente la quota di liquidazione sono determinati secondo le modalità e nella misura previste dall'articolo 2437 ter”*.

Da ciò si desume che, salvo si rientri nella fattispecie del divieto assoluto di trasferimento o in quella del trasferimento condizionato al mero gradimento di organi sociali, la circolazione delle azioni può essere legittimamente limitata dalle parti, senza necessità di imporre un vincolo quinquennale o di garantire al socio trascinato l'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437 ter c.c. E lo stesso vale per le s.r.l. *ex art. 2469 c.c.*

---

tramite di categorie speciali di azioni, nelle s.r.l. per il tramite di diritti particolari ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c., o, in entrambi i casi mediante la predeterminazione in statuto di altri criteri oggettivi.

<sup>832</sup> La presenza di una clausola di trascinarsi dovrebbe infatti risultare sia dallo statuto che dal titolo azionario acquistato. Come sottolineato dal Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H. I. 19., infatti, la clausola è opponibile ai terzi acquirenti solo se pubblicizzata nelle forme di cui all'art. 2355 *bis c.c.*

L'affermazione secondo cui il socio trascinato non può validamente rinunciare in via statutaria al principio di equa valorizzazione in quanto ciò graverebbe la sua partecipazione di un peso che potrebbe limitarne la circolazione, quindi, potrebbe forse scontrarsi con la pacifica ammissibilità dell'imposizione di vincoli al trasferimento delle azioni nelle s.p.a., e delle quote nelle s.r.l. entro i limiti di legge. Invero, solo nel caso in cui si ritengano le clausole di *drag-along* tanto ostative alla libertà di circolazione delle azioni quanto lo sono le clausole di gradimento mero (equipollenti ad un vero e proprio divieto di trasferire), la loro ammissibilità sarebbe condizionata alla presenza di misure di bilanciamento analoghe a quelle che la legge prescrive per queste ultime<sup>833</sup>, e quindi al rispetto del principio di equa valorizzazione della partecipazione secondo i criteri di cui all'art. 2437 *ter* c.c.

In definitiva, dunque, l'inderogabilità del principio di equa valorizzazione ovvero dei criteri di cui all'art. 2437 *ter* c.c. non appare così scontata<sup>834</sup>.

## **b) Una verifica della sua efficienza**

A prescindere da quale interpretazione si condivida, se quella della imperatività o quella della derogabilità *de iure condito* del principio di equa valorizzazione, è utile verificare se tutelare il socio trascinato attraverso l'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437 *ter* c.c. rappresenti una scelta efficiente per la società, e, in particolare, per una *startup* innovativa finanziata da *venture capital*; ovvero se risulterebbe più efficiente la sua disapplicazione.

Prendendo come parametro la massimizzazione del valore della società, per stabilire l'efficienza del principio di equa valorizzazione occorre confrontare i risultati che si producono con la sua applicazione e quelli che si produrrebbero in

---

<sup>833</sup> D'ALESSANDRO C., *Patti di <<co-vendita>>*, cit., p. 408.

<sup>834</sup> In questo senso DE LUCA, *Validità*, cit., p. 180, secondo cui "*parti libere di disporre dei propri diritti e consapevoli delle proprie dichiarazioni negoziali possono convenire che l'offerta possa avere luogo a qualunque prezzo di mercato*".

sua assenza, così da individuare quale delle due ipotesi consente di produrre un risultato ottimale per la società.

A questo riguardo occorre ricordare che non vi è condivisione circa le conseguenze dell'applicazione del principio di equa valorizzazione<sup>835</sup>. Secondo una parte della dottrina, la semplice mancanza di un riferimento esplicito a questa tutela nella clausola di trascinamento comporta la nullità in astratto della clausola. Secondo altri autori, la presenza del principio equitativo inficerebbe la validità della co-vendita solo in concreto nei casi in cui il socio trascinato non riceva un valore pari a quello calcolato secondo i criteri dell'art. 2437 ter c.c. Altri autori ancora, invece, affermano l'applicazione coattiva del principio a prescindere da un suo richiamo, per cui ritengono la co-vendita valida, salvo il diritto del trascinato di chiedere la determinazione dell'equo valore della sua partecipazione.

Di queste tre tesi, da un punto di vista efficientistico, la prima andrebbe senz'altro scartata. Poiché, infatti, l'eventualità di un esercizio abusivo del potere di trascinamento è solo eventuale, non risulta ottimale colpire *ex ante* con la sanzione della nullità una clausola che, se esercitata, potrebbe portare anche alla conclusione di transazioni vantaggiose per entrambe le parti (la vendita potrebbe infatti avvenire ad un prezzo pari o superiore a quello imposto dal principio di equa valorizzazione). Imporre una simile limitazione all'autonomia negoziale delle parti sarebbe dunque estremamente costoso in termini di efficienza generale e dunque difficile da giustificare.

Per contro, la seconda e la terza tesi, in base alle quali la tutela equitativa entra in gioco solo in caso di concreta violazione del principio di equa valorizzazione, risultano sicuramente più efficienti. Invero, se l'obiettivo del legislatore è quello di evitare abusi a danno del trascinato, è più conveniente una strategia repressiva che punisca l'abuso quando si è concretamente verificato piuttosto che una strategia preventiva che commini l'invalidità in astratto della clausola, precludendo anche i

---

<sup>835</sup> Vedi *supra* parte seconda, sezione prima, capitolo 3, par. 3.3.1.

possibili benefici che un esercizio corretto del potere di trascinamento è in grado di produrre.

Scartata quindi la prima tesi, gli esempi che seguono prendono in considerazione gli effetti derivanti dall'adozione delle altre due opzioni interpretative, confrontandoli con quelli conseguenti ad una totale disapplicazione del principio di equa valorizzazione, al fine di stabilire quale sia l'alternativa più efficiente.

L'analisi che segue mostra che la soluzione non è così immediata. Se l'assenza di un principio equitativo collegato al trascinamento risulta l'alternativa preferibile rispetto al fine della incentivazione degli investimenti in una prospettiva *ex ante*, lo stesso non può dirsi con riguardo alla prospettiva *ex post*, ove - a causa della presenza di una preferenza liquidatoria a vantaggio del socio trascinatore - possono verificarsi risultati non univoci.

Si veda di seguito perché.

Esempio 1: *Offerta di acquisto superiore al valore della società.*

Un socio finanziatore investe 50 milioni in una *startup*, facendosi assegnare in cambio azioni con preferenza liquidatoria pari a 50 (più interessi), corrispondenti al 50% del capitale sociale, nonché un diritto di trascinamento. A distanza di qualche anno dall'investimento iniziale, egli riceve un'offerta di acquisto totalitaria pari a 50, nonostante la *startup* in quel momento valga 40, valore che si teme possa diminuire negli anni successivi a causa della comparsa di nuovi *competitor*. L'offerta è quindi conveniente nella prospettiva della società. I soci trascinati, invece, a causa della preferenza, non riceverebbero nulla dalla transazione.

Si immagini che applicando i criteri legali di cui all'art. 2437 *ter* c.c., il valore equo della partecipazione del socio imprenditore, pari al 50% del capitale sociale, sia 20 (metà del valore della *startup*). In questo caso, in presenza di un principio di equa valorizzazione a tutela del trascinato, il *venture capitalist* se accetta l'offerta sa di dover dare 20 al socio trascinato per non incorrere nella nullità della clausola,

rimanendo con soli 30 rispetto ai 50 che gli sarebbero spettati in virtù della preferenza liquidatoria statutariamente assegnatagli.

Le conseguenze della previsione di una protezione equitativa imperativa in una prospettiva *ex post* possono quindi essere due:

Ipotesi a): Nonostante l'offerta del terzo sia conveniente, il socio finanziatore - sapendo di dover dare 20 all'altro socio o di incorrere nella sanzione della nullità - rifiuta l'offerta e cerca un'altra via di *exit* dalla società. L'applicazione del principio di equa valorizzazione in questo caso disincentiverebbe la conclusione di un'operazione efficiente nell'ottica della società.

Ipotesi b): il socio finanziatore compie ugualmente la transazione, perché ha urgenza di uscire dalla società e perché non ritiene comunque di poter trovare una migliore offerta sul mercato. Gli esiti dell'operazione in questo caso possono essere due, a seconda della tesi dottrinale condivisa.

Se si segue la tesi di coloro che considerano nulla - e quindi improduttiva di effetti - la vendita compiuta in violazione del principio di equa valorizzazione, l'applicazione di tale principio comporta la dichiarazione di nullità di un'operazione vantaggiosa per la società. Secondo coloro che ritengono si applichi *ex lege* la norma imperativa di cui all'art. 2437 *ter*, comma 6, c.c., invece, la clausola rimane valida ma il socio trascinato potrebbe agire in giudizio per chiedere una nuova determinazione del prezzo. In questo caso, quindi, la transazione è vincolante solo se il trascinato paga al trascinato il valore equo che viene accertato in giudizio.

Dallo scenario immaginato nell'esempio risulta quindi che, in entrambe le ipotesi a) e b), l'applicazione del principio di equa valorizzazione potrebbe disincentivare i contratti in una prospettiva *ex ante*. Il potenziale investitore di *venture* sa infatti che il diritto di trascinamento assegnatogli potrà essere validamente esercitato solo se il socio trascinato riceve per la sua partecipazione un valore non inferiore a quello determinabile utilizzando i criteri di cui all'art. 2437 *ter* c.c. (20 nell'esempio). L'*exit* del *venture capitalist* dall'investimento risulterà pertanto più difficile e più costosa. Parimenti, più difficile e costoso sarà l'ottenimento di nuovi capitali da parte dell'imprenditore: i *venture capitalist*

saranno infatti presumibilmente meno propensi ad investire e richiederanno in ogni caso maggiori garanzie di ritorno sull'investimento.

Viceversa, in assenza di un principio di equa valorizzazione, la maggiore facilità di *exit* del socio investitore potrebbe incentivare gli investimenti in un'ottica *ex ante*.

Se ci si pone in una prospettiva *ex post*, invece, nello scenario descritto l'applicazione del principio potrebbe disincentivare il *venture capitalist* dal compiere una transazione di *exit* potenzialmente vantaggiosa per la società. Per contro, in assenza della protezione equitativa, il *venture capitalist* potrebbe compiere indisturbato la transazione efficiente per la società.

In questo caso quindi la disapplicazione del principio di equa valorizzazione sembra portare ad un risultato ottimale per la società sia in una prospettiva *ex ante* sia in una prospettiva *ex post*.

*Esempio 2: Offerta di acquisto inferiore al valore della società.*

Lo stesso socio finanziatore che ha effettuato un conferimento di 50 milioni, titolare di una partecipazione pari al 50% del capitale sociale e con preferenza liquidatoria pari a 50, riceve un'offerta di acquisto totalitaria della società pari a 40, nonostante il valore della *startup* in quel momento sia pari a 60. L'offerta è dunque non conveniente per la società perché inferiore al suo valore reale.

Si ipotizzi che il valore equo della partecipazione del socio trascinato secondo i criteri legali di liquidazione sia pari a 30 (il 50% del valore della società). Il *venture capitalist* che accetta l'offerta, quindi, per non incorrere nella sanzione della nullità, dovrebbe dare 30 al socio trascinato, ottenendo solo 10 dalla vendita.

Le conseguenze dell'applicazione del principio di equa valorizzazione in questo scenario possono essere due.

Ipotesi a): il socio finanziatore - temendo di dover dare 30 all'altro socio o di incorrere nella nullità della co-vendita - preferisce aspettare un'offerta di acquisto migliore o ricercare un'altra via di *exit* dalla società, per cui decide di rifiutare

l'offerta. Il principio di equa valorizzazione in questo caso disincentiva il compimento di una transazione distruttiva di valore per la società.

Ipotesi b): il socio finanziatore compie ugualmente la transazione, perché ha necessità di uscire in breve tempo dalla società per rendere il capitale agli investitori del fondo. In questo caso il socio trascinato potrebbe chiedere l'accertamento della nullità dell'operazione ovvero l'accertamento del valore equo della sua partecipazione *ex art. 2437 ter*, comma 6, c.c.. Nel primo caso, l'applicazione del principio di equa valorizzazione rende nulla un'operazione dannosa per la società; nel secondo, invece, non impedisce la transazione inefficiente per la società ma aumenta il costo dell'*exit* per il trascinante.

Nello scenario descritto, dunque, in entrambe le ipotesi a) e b), ancora una volta il principio di equa valorizzazione risulta meno efficiente in un'ottica *ex ante*: il *venture capitalist* sa che, nel caso in cui le cose vadano male, potrà uscire dall'investimento con maggiori difficoltà e a condizioni peggiori di quello che gli spetterebbe in base della preferenza liquidatoria negoziata, per cui esso sarà meno propenso ad investire. Al contrario, una disapplicazione del principio dovrebbe rendere i potenziali investitori maggiormente propensi ad investire.

In una prospettiva *ex post*, invece, la presenza di una protezione equitativa a favore del trascinato ostacolerebbe il compimento di una transazione dannosa per la società e quindi risulterebbe, da questo punto di vista, efficiente.

Se non si applica il principio in oggetto, per contro, il *venture capitalist* potrebbe compiere indisturbato la transazione distruttrice di valore per la società. In questo caso, dunque, l'assenza di un rimedio che garantisca al trascinato un valore equo non produrrebbe un risultato ottimale.

Complessivamente, dunque, l'analisi svolta mostra che, in una prospettiva *ex ante*, non vi è dubbio sul fatto che l'assenza di un principio equitativo assicuri il risultato migliore sia in termini di facilità delle imprese nel reperire fonti di finanziamento, sia in termini di costo di questi finanziamenti (maggiori costi di transazione e concessione di più garanzie collaterali).

In una prospettiva *ex post*, invece, non è possibile arrivare ad una conclusione così netta.

Da un lato, l'applicazione del principio di equa valorizzazione ostacola sia operazioni di trascinamento convenienti per la società sia operazioni non convenienti, privilegiando la tutela del trascinato anche quando questo determina una distruzione di valore per la società. Per contro, gli interessi del *venture capitalist* verrebbero ignorati anche quando essi sono in linea con gli interessi della società.

Dall'altro, la disapplicazione del principio non è parimenti in grado di assicurare un risultato ottimale *ex post*: essa faciliterebbe sia il compimento di transazioni che massimizzano il valore della società (esempio 1), sia di quelle distruttive di valore (esempio 2), consentendo al *venture capitalist* di soddisfare i propri interessi anche quando questi contrastano con quelli della società.

Nessuna delle due alternative descritte pare dunque porsi in linea con la massimizzazione del valore della società, salvo immaginare alcuni correttivi. Vediamo nei prossimi paragrafi di ipotizzare quali.

### **c) Sull'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437 *ter* c.c.**

L'applicazione del principio di equa valorizzazione, come si è visto, si traduce nell'applicazione dei criteri di liquidazione della partecipazione previsti dall'art. 2437 *ter* c.c., secondo cui il valore equo della partecipazione deve essere determinato *“tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni”*.

Nel caso si ritenga imperativa l'applicazione di questo principio alle clausole di trascinamento, per arrivare a risultati più soddisfacenti di quelli esaminati nel paragrafo precedente una possibile soluzione è quella di calcolare il valore equo della partecipazione del socio trascinato, tenendo conto delle diverse prerogative e diritti associati alle partecipazioni dei soci al momento della vendita. In presenza di diverse categorie di azioni non sembra infatti corretto prescindere dalle

caratteristiche di queste nella determinazione del valore della partecipazione individuale del socio uscente<sup>836</sup>.

In relazione alle società *VC-financed*, questo significherebbe essenzialmente considerare la presenza di una preferenza liquidatoria a vantaggio del *venture capitalist* che esercita il trascinamento e la titolarità di semplici azioni ordinarie da parte dell'imprenditore.

In presenza di una preferenza liquidatoria a favore del trascinante, infatti, il valore di mercato della partecipazione del socio titolare di azioni ordinarie (solitamente il socio trascinato) non può che essere inferiore rispetto a quella del socio privilegiato (titolare di azioni con preferenza). Poiché le azioni ordinarie, in caso di un "evento di liquidazione", non possono ricevere nulla fino al raggiungimento della soglia oggetto della preferenza, esse sono sicuramente meno appetibili sul mercato. Qualora accanto alla "liquidation preference" sia prevista anche una "dividend preference" a vantaggio del *venture capitalist*, ovvero un privilegio nella distribuzione degli utili, la diversità di valore delle due categorie di azioni per il terzo sarebbe ancora più evidente. Le azioni ordinarie offrono infatti delle percentuali di rendimento molto più basse delle azioni speciali, per cui le prime verrebbero presumibilmente valutate meno delle seconde dai potenziali acquirenti.

Secondo la tesi esposta, dunque, nella determinazione del valore equo occorrerebbe considerare che i diritti speciali previsti a vantaggio del *venture capitalist* determinano una differenza tra il valore di mercato della sua partecipazione e quella del trascinato titolare di azioni ordinarie.

Questa soluzione non parrebbe contrastare con il dettato dell'art. 2437 *ter c.c.* L'articolo, come si è visto, richiede di determinare il valore della partecipazione del socio uscente tenendo conto di tre criteri di liquidazione: consistenza patrimoniale, prospettive reddituali e valore di mercato delle azioni. La norma non indica una

---

<sup>836</sup> È la soluzione proposta da AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 438. Gli autori, tuttavia, non propongono questo correttivo con riguardo alle clausole di *drag-along*, per le quali non ritengono doversi applicare alcun principio equitativo. Essi si riferiscono al calcolo del valore equo spettante al socio che esercita il recesso rispetto ad operazioni la cui approvazione richiede il voto obbligatorio dell'assemblea (*asset deal*).

gerarchia tra i criteri menzionati. Si ritiene, pertanto, che essi debbano essere utilizzati dagli amministratori nel modo da essi ritenuto più opportuno per arrivare alla determinazione di un valore il più possibile equo<sup>837</sup>. Nel caso di una *startup VC financed* caratterizzata dalla presenza di una preferenza liquidatoria, dunque, nell'effettuare la valutazione gli amministratori potrebbero semplicemente dare maggiore peso al valore di mercato delle azioni piuttosto che al valore del patrimonio sociale.

Non sembra, peraltro, che questa soluzione possa scontrarsi con l'art. 2437, ultimo comma, c.c., dal quale si ricava la inderogabilità in senso peggiorativo dei criteri legali di liquidazione.

*In primis*, infatti, l'accorgimento proposto non pare costituire una deroga ai criteri legali, ma solo uno dei possibili modi in cui si può esplicitare la discrezionalità tecnica degli amministratori in base all'art. 2437 ter c.c.

In secondo luogo, sembra potersi rilevare che un simile approccio da parte degli amministratori di una *startup VC-financed* consentirebbe di arrivare ad una determinazione del valore delle azioni del trascinato più equa rispetto ad una determinazione fondata principalmente sul criterio patrimoniale. Come sottolineato in dottrina, infatti, per valore equo si deve intendere un valore che non comporti indebiti trasferimenti di ricchezza tra i soci, e che quindi non avvantaggi né i soci cui spetta l'equa valorizzazione, né gli altri soci<sup>838</sup>.

Lo stesso tipo di ragionamento dovrebbe valere per il calcolo del valore equo nel caso in cui ad essere trascinato sia un socio di s.r.l. L'art. 2473, comma terzo, c.c. stabilisce che i soci *“hanno diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione del patrimonio sociale. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso”*.

Come per le s.p.a., in presenza di più categorie di quote cui sono associati diritti patrimoniali diversi, non sembra corretto interpretare la disposizione citata

---

<sup>837</sup> Così MALTESE, *op.cit.*, p. 1067.

<sup>838</sup> DI SARLI, *op.cit.*, p. 504.

calcolando il valore di liquidazione del socio uscente rapportandolo asetticamente al valore del patrimonio netto della società; piuttosto, bisognerebbe calcolarne il valore anche sulla base delle preferenze, postergazioni o altri diritti speciali associati alla loro partecipazione<sup>839</sup>.

È indubbio che, anche per le s.r.l., il valore effettivo della quota del socio imprenditore che subisce il trascinamento sia condizionato dal contenuto della quota ovvero dei diritti particolari assegnati al socio trascicante, cui spetta in genere una preferenza liquidatoria di un certo ammontare. Se si ignorasse questo fattore, il valore che il socio imprenditore otterrebbe dall'applicazione del principio di equa valorizzazione risulterebbe superiore rispetto a quello che la sua partecipazione ha realmente, ovvero superiore a quanto egli potrebbe ottenere se - un attimo prima dell'esercizio del potere di trascinamento da parte dell'altro socio - decidesse di vendere la propria partecipazione al terzo in maniera del tutto autonoma.

Il metodo di calcolo proposto pare altresì consentire di arrivare ad un risultato *ex post* più efficiente nella prospettiva della società, come si può vedere prendendo nuovamente ad esempio le fattispecie ipotizzate *supra* (par. 3.1., lett. b).

Tornando all'esempio 1: se il valore equo della partecipazione del socio imprenditore venisse calcolato tenendo conto del fatto che vi è una preferenza liquidatoria del VC pari a 50, nel caso descritto, il valore della partecipazione del socio imprenditore sarebbe presumibilmente vicino a 0. La *startup* ha infatti complessivamente un valore di 40, il *venture capitalist* ha una preferenza liquidatoria di 50 e l'offerta del terzo è di 50. Nonostante il socio soggetto al trascinamento detenga una partecipazione pari al 50% del capitale sociale, egli non può ricevere niente al di sotto della soglia oggetto del privilegio di liquidazione del trascicante.

---

<sup>839</sup> In questo senso AGSNTER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 438 con riguardo al calcolo del valore equo del socio recedente in conseguenza di altre operazioni sociali.

Se le prospettive di crescita della società sono ormai nulle, l'imprenditore titolare di azioni ordinarie, anche in assenza di trascinamento, non ha alcuna speranza di ottenere un qualche valore dalla sua partecipazione. In questa situazione patrimoniale, anche qualora la società non venisse acquisita dal terzo, essa non sarebbe in grado di produrre utili o comunque di raggiungere una soglia di valore superiore a 50. Parimenti, se l'imprenditore decidesse di vendere autonomamente la sua partecipazione, essendo questa di fatto incapace di generare valore, avrebbe ben poche *chance* di trovare qualcuno interessato ad acquistarla.

Se si calcolasse il valore equo della partecipazione del trascinato tenendo conto di tutti questi elementi, anche là dove il trascinato agisse in giudizio per la determinazione del suo valore equo ex art. 2437 ter c.c., non otterrebbe niente<sup>840</sup>. Il *venture capitalist* non avrebbe quindi alcun disincentivo dal portare a termine l'operazione vantaggiosa per la società perché sa di poter ottenere l'intero prezzo.

Nel caso dell'esempio 2, invece, a fronte di una preferenza liquidatoria pari a 50, un valore della *startup* pari a 60 e un'offerta di acquisto per 40, se il socio trascinato agisse in giudizio per chiedere la determinazione del valore equo, dovrebbe ottenere un valore vicino a 10 (ovvero il valore reale della *startup* scontato del valore della preferenza:  $60 - 50 = 10$ ). Egli detiene infatti sì il 50% del capitale sociale ma è detentore di azioni ordinarie che hanno prospettive di rendita inferiori e più incerte rispetto a quelle privilegiate. In questo modo il *venture capitalist* a fronte di una preferenza di 50 otterrebbe dalla vendita solo 30 ( $40 - 10$ ), il che potrebbe disincentivarlo dal compiere l'operazione svantaggiosa per la società.

Calcolare il valore equo della partecipazione degli azionisti ordinari tenendo conto delle preferenze, quindi, nel caso 1 sembra rimuovere gli ostacoli al compimento della transazione massimizzatrice di valore sociale, mentre nel caso 2 sembra costituire un possibile deterrente rispetto al compimento di una transazione distruttiva di valore.

---

<sup>840</sup> È questo il ragionamento della corte del Delaware nel caso Trados e nel caso Frederick Hsu v. Oak Hill Capital Partners (vedi rispettivamente parte prima, capitolo 4, par. 4.1., lett. c) e parte prima, capitolo 5, par. 5.1., lett. d).

Questo metodo di calcolo, dunque, parrebbe consentire sia di produrre dei risultati più in linea con gli interessi della società, sia di arrivare ad una determinazione del valore della partecipazione del trascinato più vicina al suo valore reale, evitando di assegnargli un valore che egli non potrebbe altrimenti ottenere.

### **3.2. Il dovere fiduciario nei confronti del mandante**

Accanto alla dottrina che ritiene imperativa l'applicazione del principio di equa valorizzazione per accostamento della fattispecie del trascinamento a quella delle azioni riscattande o alle altre ipotesi di dismissione forzata della partecipazione, come visto, si registra un diverso orientamento, secondo il quale il trascinamento andrebbe inquadrato nello schema del contratto di mandato *in rem propriam*, ovvero mandato concluso anche nell'interesse del mandatario<sup>841</sup>.

In questa prospettiva il socio trascinante, nell'esercitare il potere di trascinamento, anziché al rispetto del principio di equa valorizzazione, sarebbe vincolato al rispetto di un dovere fiduciario nei confronti del mandante. In forza di ciò, quindi, i soggetti trascinati (mandanti), in caso di trascinamento lesivo dei loro interessi, potrebbero agire nei confronti del trascinante (mandatario) chiedendo il risarcimento dei danni per violazione del suo dovere fiduciario.

L'inquadramento della clausola di trascinamento come mandato concluso anche nell'interesse del mandatario, peraltro, non convince. In particolare, l'elemento che pare escludere questa qualificazione è il fatto che il soggetto trascinante non è titolare di un obbligo di co-vendita della sua partecipazione assieme a quella del terzo, ma di un diritto di co-vendita. Mentre con il mandato "una parte si obbliga a compiere uno o più atti giuridici per conto dell'altra", la clausola di trascinamento non fa sorgere alcun obbligo per il mandatario: il trascinante non assume l'obbligo di realizzare una co-vendita, rimanendo libero sia di non cercare

---

<sup>841</sup> Vedi parte seconda, sezione prima, capitolo 3, par. 3.3.2.

alcun acquirente terzo, sia di vendere al terzo unicamente la sua partecipazione e non anche quella del trascinato.

Sembra piuttosto che, attraverso clausola di *drag-along*, venga assegnato ad una parte (il *venture capitalist*) un diritto che gli consente di modificare, con un proprio atto, la sfera giuridica di un altro soggetto (imprenditore), che versa in situazione di soggezione. Lo schema descritto non sembra dunque sussumibile nella fattispecie del mandato, ove manca altresì lo stato di soggezione di una parte.

È comunque interessante anche qui evidenziare l'efficienza o meno che consegue ad una qualificazione del patto di trascinamento come contratto di mandato.

Per valutare l'efficienza del rimedio risarcitorio in questo caso, occorre preliminarmente stabilire quando si possa individuare una violazione del dovere fiduciario da parte del mandatario.

A questo proposito, ancora una volta, va considerato che, nonostante il prezzo unitario di vendita delle azioni del mandante e del mandatario sia lo stesso, in virtù della preferenza liquidatoria il ricavato della vendita non verrà distribuito tra i soci in proporzione alla loro partecipazione, ma un certo ammontare di esso (quello oggetto della preferenza) andrà assegnato prioritariamente al mandatario *venture capitalist* titolare di azioni privilegiate.

Stando così le cose, si potrebbe allora ipotizzare che il diverso *payout* dei soci dovuto alla presenza di una preferenza liquidatoria sia idoneo ad integrare una violazione dei doveri fiduciari da parte del trascinante, là dove l'operazione risultasse conveniente solo per quest'ultimo ma contraria agli interessi del trascinato. Nel mandato *in rem propriam*, infatti, il mandatario è tenuto a perseguire non solo i suoi, ma anche gli interessi del mandante, il quale non ha sicuramente interesse ad una co-vendita in forza della quale non gli spetterà niente.

Se questo bastasse per ritenere integrata una violazione, nei contratti di *venture capital* il mandante potrebbe azionare il rimedio risarcitorio praticamente in tutti i casi in cui non ritiene per lui conveniente il trascinamento. Una volta

promossa l'azione risarcitoria, il mandante sarebbe tenuto a provare il danno subito a causa della vendita lesiva dei suoi interessi, il che sembrerebbe tradursi nella prova di aver ricevuto dalla vendita un valore inferiore a quello della propria partecipazione o a quello che avrebbe ricevuto nel caso in cui fosse stata compiuta una diversa transazione. Anche in questo caso, quindi, la determinazione del risarcimento da attribuire al trascinato sembra dipendere dai criteri di valutazione utilizzati dal giudice per determinare il valore della partecipazione del trascinato in assenza del trascinamento.

Se il giudice utilizza i criteri legali di liquidazione dando preminenza a quello patrimoniale sembra riproporsi lo scenario descritto *supra* (capitolo 3, par. 3.1., lett. b della presente sezione), in cui il mandante (trascinato), tramite l'esercizio o la minaccia di esercizio di un'azione risarcitoria nei confronti del mandatario (nel caso descritto *supra* attraverso la richiesta di determinazione dell'equo valore della partecipazione), potrebbe disincentivare o bloccare sia transazioni *value-maximizing* per la società (esempio 1), sia transazioni nocive (esempio 2).

Secondo una diversa tesi, invece, la distribuzione non proporzionale del ricavato della co-vendita non sarebbe idonea a legittimare un'azione risarcitoria del trascinato. Se si considera che il mandante, quando ha concesso il mandato, era consapevole dell'esistenza della preferenza liquidatoria, e quindi sapeva che in caso di trascinamento il *venture capitalist* avrebbe ottenuto di più, potrebbe affermarsi che la diversità di *payout* non determini una violazione del dovere fiduciario da parte del mandatario. Invero, poiché il mandatario compie una transazione il cui ricavato viene distribuito rispettando quanto previsto dalla preferenza liquidatoria pattuita dalle parti, il trascinato in questo caso non potrebbe lamentare un comportamento non leale o contrario a buona fede a correttezza da parte del mandatario, occorrendo a tal fine qualcosa in più<sup>842</sup>.

---

<sup>842</sup> Sul punto si può però rilevare che in ogni caso si tratterebbe di un'operazione che non realizza gli interessi del mandante, al contrario di quanto richiesto dalla qualificazione in termini di contratto di mandato.

La violazione del dovere fiduciario da parte del mandatario richiederebbe allora qualcosa in più, per esempio, l'esecuzione di una co-vendita distruttiva di valore per la società, che sottragga all'imprenditore valori patrimoniali che gli sarebbero potuti altrimenti spettare. In tal caso, trattandosi dell'esercizio abusivo di un diritto, il trascinato avrebbe diritto ad un rimedio risarcitorio nei confronti del trascinante<sup>843</sup>.

---

<sup>843</sup> AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business angels*, cit., p. 440-441; NIGRO, *Venture capital-backed firms, trade sales e tutela dell'imprenditore tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*, tesi di dottorato, 2019, p. 62; BIAN, LI, NIGRO, *Conflicting fiduciary duties and fire sales of VC-backed startups*, LawFin Working Paper no. 35, 2022, Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4139724](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4139724).

Gli autori citati, tuttavia, precisano che non può parlarsi di esercizio abusivo qualora la transazione, seppure distruttiva di valore per la società, sia dettata dall'esigenza del *venture capitalist* di uscire dalla società per pagare i suoi investitori. Secondo NIGRO, *op.cit.*, p. 62 ss., in particolare, in questo caso la distruzione di valore che consegue alla decisione sarebbe benigna – e non maligna. A sostegno di questa tesi l'autore sostiene che “*nel contratto tra le parti è implicita la previsione di una termination option in favore del venture capitalist esercitabile nel momento in cui, nell'imminenza della conclusione del rapporto a monte esistente in seno alla venture capital firm tra investitori e gestori, risulta ineluttabile procedere al disinvestimento*”. In tal caso, “*anche se il mercato delle acquisizioni non è ancora in grado di prezzare efficientemente il valore della venture capital backed firm*” e “*la trade sale consente di realizzare un valore inferiore a quello che l'impresa ha nella prospettiva dell'indipendenza*”, la scelta di disinvestire, pur distruttiva di valore, non deve considerarsi una decisione opportunistica: essa “*semplicemente sancisce un esito contrattualmente previsto*”.

L'opinione non risulta condivisibile. Se è vero che l'esigenza del *venture capitalist* di uscire dalla società dopo un certo periodo di tempo è ben nota alle parti in fase di contrattazione, ciò non assegna implicitamente al socio investitore il potere di uscire dalla società anche quando questo determina un danno per la *startup*. Negli accordi contrattuali sembra piuttosto rimanere implicito il dovere - da parte di chiunque amministri la *startup* - di esercitare i poteri in vista della creazione di valore per la *startup*. Consentire al *venture capitalist* di uscire dalla società ogni qual volta ciò sia dettato dall'esigenza del fondo di appartenenza di rendere il capitale ai suoi investitori, significa far entrare un interesse extra-sociale all'interno della società, interesse che in tesi potrebbe addirittura legittimamente prevalere su quello sociale. La scelta di far parte di una società, tuttavia, non sembra compatibile con l'idea che a una parte possa essere consentito di distruggere valore per perseguire i propri interessi personali.

La soluzione proposta, inoltre, se in una prospettiva *ex ante* avrebbe verosimilmente l'effetto positivo di incentivare gli investimenti, dal punto di vista *ex post*, legittimando il compimento di operazioni distruttive di valore per la società, non massimizzerebbe il benessere complessivo. Per sostenere l'efficienza della tesi in oggetto, dunque, bisognerebbe provare che l'incremento di valore che potrebbe ottenersi grazie all'aumento degli investimenti è superiore rispetto alla diminuzione di valore che consegue al

Al riguardo pare comunque potersi osservare che per sostenere l'esistenza di un rimedio risarcitorio a favore del trascinato esercitabile in caso di abuso del diritto di *drag-along* non sia necessario il ricorso alla figura del mandato *in rem propriam*. L'esercizio del diritto di trascinamento è, in ogni caso, condizionato al rispetto del canone generale di buona fede e correttezza nell'esecuzione del contratto. A prescindere dall'inquadramento come contratto di mandato o dall'applicazione o meno del principio di equa valorizzazione, dunque, la co-vendita non può avvenire in violazione di questo principio.

Questa circostanza potrebbe quindi rappresentare un possibile correttivo rispetto all'ipotesi di un esercizio del tutto incondizionato del potere di co-vendita da parte del trascinante; ipotesi che, come si è visto, in assenza di una protezione equitativa per il trascinato, porterebbe a risultati *ex post* non ottimali nella prospettiva della società.

---

compimento di operazioni distruttive di valore da parte del *venture capitalist* in una prospettiva *ex post*.

## Bibliografia

AA.VV., *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*, in *Riv. notar.*, 2018, p. 671 ss.

AA.VV., *Controller confusion: realigning controlling stockholders and controlled boards*, in 133 *Harvard Law Rev.* 1706, 2020. Disponibile su: <https://harvardlawreview.org/print/vol-133/controller-confusion-realigning-controlling-stockholders-and-controlled-boards/>.

ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994.

ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Società per azioni, Trattato di diritto commerciale*, a cura di Cottino, IV, Milano, 2010, p. 231 ss.

ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Milano, 2018.

AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *ODC*, 2020, p. 353 ss.

AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, p. 227 ss.

AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *The corporate design of investments in startups: a European experience*, Law Working Paper n. 662/2022, 2022. Disponibile su: <https://ecgi.global/content/working-papers>.

AGSTNER, GIUDICI, *Startups and Company Law: The competitive pressure of Delaware on Italy (and Europe)*, Law Working Paper n. 471/2019, 2019. Disponibile su: [www.ecgi.global/content/working-papers](http://www.ecgi.global/content/working-papers).

AGUIRRE, *Money or mission: uncovering venture capital barriers to social startup success*, paper presentato al convegno tenutosi a Londra il 22-23 giugno 2023.

ALLOTTI, *Sub art. 2350*, in *Commentario al Codice civile*, a cura di Cendon, Milano, 2010.

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006.

ANGELICI, *Fra <<mercato>> e <<società>>. A proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 1 ss. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=1988343>.

ATANASOV, *Conflicts of interest and Litigation in the Venture Capital Industry*, in *Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies*, a cura di Cumming, John Wiley & Sons, 2010, p. 365 ss.

ATANASOV, IVANOV, LITVAK, *The impact of litigation on venture capital reputation*, NBER Working Paper No. 13641, 2007. Disponibile su: <http://www.nber.org/papers/w13641>.

BAIRD, HENDERSON, *Other people's money*, 60 *Stanford Law Review*, 1309, 2008.

BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito: fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004.

BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato. Fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012.

BARTLETT, *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End*, 38 Seattle U. L. Rev. n. 255, 2015.

BARTLETT, *Venture capital, Agency costs, and the false dichotomy of the corporation*, UCLA Law Review, Vol. 54, 2006, UGA Legal Studies Research Paper No. 06-006. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=893906>.

BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in NLCC, 2014, p. 101 ss.

BIAN, LI, NIGRO, *Conflicting Fiduciary Duties and Fire Sales of VC-backed Start-ups*, LawFin Working Paper N. 35, 2022. Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4139724](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4139724).

BLANK, *When founders go too far*, Harvard Business Review, 2017. Disponibile su: <https://hbr.org/2017/11/when-founders-go-too-far>.

BRATTON, *Venture capital on the downside: Preferred stock and corporate control*, 100 Mich. Law Review, 891-945, 2002, p. 922. Disponibile su: <https://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/51>.

BRATTON, WACHTER, *A theory of preferred stock*, 161 U. Pa. L. Rev. 1815, 2013. Disponibile su [https://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/1391](https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1391).

BRIZZI, in *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, 2022.

BONACCORSI DI PATTI, *Intorno all'applicabilità dell'art. 2265 c.c. alle società di capitali*, nota a Cass., 7 ottobre 2021, n. 27227, in *Giur. Comm.*, 2023, II, p. 854 ss.

BROUGHMAN, *The role of independent directors in startup firms*, Utah Law Rev., 461, 2010.

BROUGHMAN, *Investor opportunism, and Governance in Venture Capital*, in *Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies*, a cura di Cumming, John Wiley & Sons, 2010, p. 347 ss.

BROUGHMAN, FRIED, *Carrots and Sticks: How VCs induce entrepreneurial teams to sell startups*, 98 Cornell Law Review 1319, 2013. Disponibile su: <https://www.repository.law.indiana.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2282&context=facpub>.

BROUGHMAN, FRIED, *Do Founders Control Start-Up Firms that Go Public?*, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 405/2018, Harvard Public Law Working Paper No. 18-23, Indiana Legal Studies Research Paper No. 401, Harvard Business Law Review, Vol. 10, 2020. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=3171237>.

BROUGHMAN, WANSLEY, *Risk-seeking governance*, 76 Vandebilt Law Review, (forthcoming), paper presentato al Convegno “The law and finance of private equity & venture capital” tenutosi a Oxford il 22-23 giugno 2023.

BUSANI, SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Società*, 2012, p. 1189 ss.

CABLE, *Does Trados matter?*, 45 The Journal of Corporation Law 311, 2020, UC Hastings Research Paper No. 367. Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3464276](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3464276).

CABLE, *A decade of Trados*, paper presentato al Convegno “The law and finance of private equity & venture capital” tenutosi a Oxford il 22-23 giugno 2023.

CADORIN, *Il divieto di patto leonino dopo il codice della crisi, tra incentivi alla corretta gestione imprenditoriale e tutela del contraente debole*, in *Giur. Comm.*, 2022, I, p. 124 ss.

CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *ODC*, 2006, p. 195 ss.

CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in *Società*, 2019, p. 1327 ss.

CAPIZZI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e autonomia statutaria*, paper presentato al convegno tenutosi a Roma il 17-18 settembre 2021 su “La libertà d'impresa”. Disponibile su: <https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dellanno-2021/>.

CARRIERE, *Le operazioni di portage azionario*, Milano, 2008.

CASELLI, NEGRI, *Private equity and venture capital in Europe: Markets, techniques and deals*, London, 2021.

CIAN, *Le startup innovative a responsabilità illimitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *NLCC*, 2014, p. 1178 ss.

CIOCCA, MARASA', *Il trasferimento delle partecipazioni*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba, Marasà, I, Milano, 2020, p. 620 ss.

COPPINI, *Dalle azioni riscattabili alle riscattande: i limiti all'autonomia privata nel riscatto azionario*, in *Quaderni DB sulle Massime e sugli Orientamenti di interesse notarile in materia di diritto societario*, a cura di Rescio, 2021, p. 55 ss.

D'ALESSANDRO CARLO, *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, II, 2010, p. 373 ss.

D'ALESSANDRO FLORIANO, *"La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata". Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 34 ss.

DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag-along")*, in *BBTC*, 2009, I, p. 174 ss.

DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *BBTC*, 2013, II, p. 65 ss.

DE LUCA, *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni di put a prezzo definito e divieto di patto leonino*, in *BBTC*, 2019, II, p. 81 ss.

DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrificale*, in *BBTC*, 2021, II, p. 369 ss.

DE LUCA, *Vengo anch'io: no tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, in *AGE*, 2021, p. 329 ss.

DE MATTEIS, *La clausola di trascinamento inserita nello statuto di una società a responsabilità limitata e criteri redazionali*, in *Giur. Comm.*, 2017, I, p. 639 ss.

DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002.

DI SARLI, *La valutazione delle azioni nel recesso da s.p.a. <<private>>: una ricostruzione dei confini della discrezionalità tecnica degli amministratori*, in *Contr. impr.*, 2018, p. 500 ss.

DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009, p. 157 ss.

ENRIQUES, *Società per azioni (ad vocem)*, in *Enc. dir.*, Annali, X, Milano, 2017, p. 958 ss.

FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. comm.*, 2009, II, p. 1034 ss.

FAN, *The landscape of startup corporate governance in the foudler-friendly era*, 18 *NYU Journal of Law & Business*, 317, 2022. Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4101537](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4101537).

FELICETTI, *Venture capital, put options e patto leonino: ragioni giuridiche ed economiche per una rilettura*, in *AGE*, 2021, p. 305 ss.

FERRI, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004, p. 673 ss.

FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma. La società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 673 ss.

FISCH, SEPE, *Shareholder Collaboration*, in 98 *Texas L. Rev.*, 2020, p. 863 ss.

FRIED, GANOR, *Agency costs of venture capitalist control in startups*, 81 N.Y.U.L. rev. 967, 993, 2006. Disponibile su: [http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/agency\\_costs\\_venture\\_capitalist.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/agency_costs_venture_capitalist.pdf).

GERVASONI, LANFRANCHI, *Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital*, in *Quaderni di ricerca sull'artigianato*, 2015, p. 273 ss.

GIAMPAOLINO, *Clausole di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *BBTC*, 2009, II, p. 523 ss.

GIAMPIERI, *Partecipazione azionaria temporanea, put a prezzo preconcordato del diritto di exit*, in *Contr. impr.*, 2019, p. 297 ss.

GILSON, SCHIZER, *Understanding venture capital structure: A tax explanation for convertible preferred stock*, 116 *Harvard Law Review* 874, 2003, p. 874 ss. Disponibile su: [https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1933&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1933&context=faculty_scholarship).

GINEVRA, *La nuova disciplina del capitale sociale*, in *Dir. fall.*, 2004, I, p. 496 ss.

GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in *Governance e mercati, studi in onore di Montalenti*, I, Torino, 2022, p. 472 ss.

GOMPERS, GORNALL, KAPLAN, STREBULAEV, *How do venture capitalists make decisions?*, Working Paper N. 22587, 2016. Disponibile su: <http://www.nber.org/papers/w22587>.

GORNALL, STREBULAEV, *The Contracting and Valuation of Venture Capital-Backed Companies*, in *Forthcoming*, Handbook of the Economics of Corporate Finance, Vol 1: *Private Equity and Entrepreneurial Finance*, 2022. Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4038538](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4038538).

IBBA CARLO, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in Cian G. (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 143 ss.

KAPLAN, STROMBERG, *Financing contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*, NBER Working Paper n. 7660, 2000. Disponibile su: <http://www.nber.org/papers/w7660>.

KAPLAN, STROMBERG, *Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring*, NBER Working Paper No. w8202, 2001. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=265297>.

KATZ, *Addressing the harm to common stakeholders in Trados and Nine Systems*, 118 Colum. L. Rev. Online 234, 2018, p. 234 ss.

KLAUSNER, VENUTO, *Liquidation rights and incentives misalignment in start-up financing*, 98 Cornell Law Review, 2013, p. 1399 ss. Disponibile su: <http://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol98/iss6/3>.

KORSMO, *Venture capital and preferred stock*, 78 Brook Law Rev., 1163, 2013. Disponibile su: [https://scholarlycommons.law.case.edu/faculty\\_publications/62](https://scholarlycommons.law.case.edu/faculty_publications/62).

KRUMM, *Fostering innovation and entrepreneurship: Shark tank shouldn't be the model*, 70 Ark. L. Rev. n. 553, 2017. Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3404196](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3404196).

LANGEOVORT, SALE, *Corporate adolescence: why did “we” not work?*, 99 Texas Law Rev., 1345, 2021.

LEMKE, LINS, HOENIG, RUBE, *Hedge Funds and Other Private Funds: Regulation and Compliance*, Westlaw, 2018.

LEMLEY, MCCREARY, *Exit strategy*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper n. 542, 2020. Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3506919>.

LERNER, NANDA, *Venture Capital’s role in Financing Innovation: What we know and how much we still need to learn*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 34, n.3, 2020, p. 237-261. Disponibile su: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.34.3.237>.

MACEY, MILLER, *Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective*, in 43 U. Toronto L. J., 1993, p. 401 ss.

MALTESE, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, in *Giur. comm.*, 2022, I, p. 1064 ss.

MALTONI, *Sulla riscattabilità delle quote di responsabilità limitata*, in *Società*, 2019, p. 149 ss.

MAROCCHI, *Sull’attualità della correlazione potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. Impr.*, 2014, p. 221 ss.

MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, in AA.VV., *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989*, a cura di Crivellaro, Milano, 2017, p. 218 ss.

MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. Impr.*, 1988, p. 771 ss.

MOSCO, NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in *AGE*, 2021, p. 257 ss..

NICHOLAS, *VC: An American history*, Harvard University Press, 2019.

NIGRO, *Venture capital-backed firms, trade sales e tutela dell'imprenditore tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*, tesi di dottorato, 2019. Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3669088](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3669088).

NIGRO, MALTESE, *Private equity, fusioni e rinuncia all'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, p. 631 ss. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=4227172>.

NIGRO, ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 2021, p. 149 ss.

NIGRO, STAHL, *Venture capital-backed firms, unavoidable value-destroying trade sales, and fair value protections*, 22 *Eur. Bus. Org. Law. Rev.* 39, 2021, LawFin Working Paper No. 1. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=3662441>.

NOTARI, *Partecipazione al rischio di impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, p. 497 ss.

NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un "canone fondamentale" o una regola suppletiva?*, in *ODCC*, 2016, p. 379 ss.

NOTARI, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in *AGE*, 2021, p. 383 ss.

OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942.

OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, p. 517 ss.

PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, in *Giur. Comm.*, 2019, II; p. 285 ss.

PENZO, *Opzione di vendita a prezzo fisso e divieto di patto leonino: una convivenza possibile*, in *Società*, 2014, p. 146 ss.

PERRINO, *Patti parasociali di finanziamento partecipativo e divieto di patto leonino*, in *Società*, 2012, p. 1158 ss.

PIAZZA, *Patto leonino*, in *Enc. Dir.*, XXXII, Milano, 1982, p. 526 ss.

POLLASTRO, *Il finanziamento delle società innovative tramite venture capital*, in *Giur. it.*, 2021, p. 2257.

POLLMAN, *Startup Governance*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 168, 2019, p. 155 ss. Disponibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3352203](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3352203).

PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 325 ss.

PRESCIANI, *Opzione di vendita delle partecipazioni sociali e divieto di patto leonino*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, p. 1148 ss.

PROVENZANO, *Le opzioni put e call nella compravendita di partecipazioni societarie: tra meritevolezza dell'interesse ed elusione del divieto di patto leonino*, in *Giur. comm*, II, 2023, p. 915 ss.

ROSSI, STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma di diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1 ss.

SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 69 ss.

SANDERS, SKINNER, *Private equity funds*, seminario tenutosi presso la Wake Forest University (NC) il 4-5 febbraio 2023.

SANGA, TALLEY, *Don't Go Chasing Waterfalls: Fiduciary Duties in Venture Capital Backed Startups*, 2020. Disponibile su: [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/2720](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2720).

SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*, in *BBTC*, 2009, II, p. 750 ss.

SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *ODC*, 2013, p. 537.

SANTONI, BRIOLINI, BUTA, ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022.

SBISA', *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. impr.*, 1987, p. 817 ss.

SBISA', *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag along)*, in *Contr. impr.*, 2015, p. 627 ss.

SCARCHILLO, *Sub art. 2437*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Cendon, Milano 2010.

SCARPA, *Clausole di trascinamento di partecipazione societaria tra struttura e limiti: "drag along clause": structure and limits*, in *Giust. civ.*, 2013, p. 41 ss.

SCHWIENBACHER, *Venture Capital Exits*, in *Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies*, a cura di Cumming, John Wiley & Sons, 2010.

SEPE, *Intruders in the board room: the case of constituency directors*, *Washington University Law review*, Vol. 91, 2013, disponibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2254982](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2254982).

SFAMENI, *Sub. art. 2350*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008.

SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959.

SMITH, *The modern business judgement rule*, *BYU Law Research Paper Series*, No. 15-09, 2013, disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2620536](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2620536).

SMITH, *The exit structure of venture capital*, 53 *UCLA Law Review* 315, 2005, p. 315 ss. Disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=272231>.

SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. Soc.*, 2018, p. 1285 ss.

SPOLIDORO, *Opzione put e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite*, in *Società*, 2020, p. 1366 ss.

SPOLIDORO, *Ancora una volta a caccia dei leoni. Note critiche sulla recente giurisprudenza di merito su opzioni put e divieto di patti leonini*, in *Giur.it.*, 2021, p. 632.

STABILINI, TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 949 ss.

STRINE, *Poor pitiful or potently powerful preferred?*, 61 U. Pa. L. Rev. 2025, 2013. Disponibile su: [https://scholarship.law.upenn.edu/penn\\_law\\_review/vol161/iss7/6](https://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol161/iss7/6).

SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quad. ric. giur. Banca d'Italia*, n. 55, 2002.

SZEGO, *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 821 ss.

TERRANOVA, *Il divieto di patto leonino: un'analisi comparata alla luce della recente riforma del diritto belga*, in *NLCC*, 2020, p. 812 ss.

TORSELLO, *Partecipazione di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Contr. impr.*, 2000, p. 896 ss.

TUCCI, *La meritevolezza dei patti parasociali*, in *BBTC*, 2022, I, p. 22 ss.

UTSET, *High-power (mis)incentives and venture capital contracts*, 7 *Entrepren. Bus. L. J.* 45, 2012, p. 45 ss.

VENTORUZZO, *Accordo di riacquisto quote, disciplina del recesso e dell'esclusione del socio e rapporti tra statuto e accordi parasociali*, in *Società*, 2023, p. 716 ss.

WANSLEY, *Beach Money Exits*, 45 *Journal of Corporation Law*, *Cardozo Legal Studies Research Paper No. 582*, 2019, p. 151 ss. Disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3436967](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3436967).

WASSERMAN, *The founder's dilemma*, *Harvard Business Review*, 2008. Disponibile su: <https://hbr.org/2008/02/the-founders-dilemma>.

WEISS, *The venture corporation*, 2023. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=4338030>.

WILLIAMS, *Venture capital contract design: an empirical analysis of the connection between bargaining power and venture financing contract terms*, 23 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 105, 2017, p. 106 ss.

WOLTERS, *Delaware Law for Venture-Backed Companies: 2017 Year in Review*, 2018. Disponibile su: [https://www.morrisnichols.com/assets/htmldocuments/BylinedArticles/2018\\_DelawareLawforVentureBackedCompanies2017YearinReview\\_January2018.pdf](https://www.morrisnichols.com/assets/htmldocuments/BylinedArticles/2018_DelawareLawforVentureBackedCompanies2017YearinReview_January2018.pdf).

ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, 2023.

ZANONI, *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Milano, 2010.