

IPSOA

# Le Società

Mensile di diritto e pratica commerciale  
societaria e fiscale

ISSN 1591-2094 - ANNO XXXVII - Direzione e redazione - Via dei Missaglia 97 - 20142 Milano

5/2018

► [edicolaprofessionale.com/lesocieta](http://edicolaprofessionale.com/lesocieta)

**Responsabilità da direzione  
e coordinamento**

**Sequestro conservativo e divisibilità  
di quota di s.r.l.**

**Finanziamenti dei soci: natura  
e obblighi**

**DIREZIONE SCIENTIFICA**

**Diritto societario**

Angelo Busani  
Marco Lamandini  
Renato Rordorf  
Vincenzo Salafia  
Alberto Toffoletto

**Diritto dei mercati finanziari**

Paolo Giudici

**Valutazioni e bilancio**

Mauro Bini

**Diritto penale commerciale**

Carlo Enrico Paliero

**Processo, arbitrato e mediazione**

Ilaria Pagni

TARIFFA R.O.C.: POSTE ITALIANE SPA - SPEDIZIONE IN ABBONAMENTO POSTALE D.L. 353/2003 (CONV. IN L. 27/02/2004 N. 46) ART. 1, COMMA 1, DCE MILANO



# COMMISSARIO E LIQUIDATORE GIUDIZIALE

a cura di Michele MONTELEONE

€ 85

Cod. 00230507

L'opera fornisce un quadro d'insieme di tutti gli aspetti inerenti il ruolo e le responsabilità del Commissario e del Liquidatore Giudiziale, anche a seguito dell'attuale stagione di riforme, culminata con l'emanazione della delega di cui alla L. 19/10/2017, n. 155 (G.U. 30/10/2017, n. 254) per **la riforma organica delle procedure concorsuali**. Si sviluppa il tema della tripartizione delle funzioni riconnesse alla figura commissariale: "vigilanza", "consulenza" e "informazione". Gli autori forniscono soluzioni concrete, idonee a delimitare la sfera di controllo sulla corretta gestione dell'impresa e del patrimonio del debitore, fino a giungere agli adempimenti post-omologa nella fase meramente esecutiva. Vengono analizzate, altresì, tutte le attività di **gestione patrimoniale**, funzionali alla realizzazione dei cespiti ceduti dal debitore, compresi profili di criticità connessi alla legittimazione processuale, attiva e passiva, del Liquidatore Giudiziale. Completa la trattazione l'approfondimento dei **profili penali, tributari e aziendalistici**, imprescindibili per il corretto espletamento dell'incarico. Il volume è corredato anche dei casi concreti più rilevanti.



shop.wki.it 02.82476.1  
info.commerciali@wki.it

 **Wolters Kluwer**  
When you have to be right



## DIRITTO SOCIETARIO

<b>Diritti degli obbligazionisti</b>	LE OBBLIGAZIONI SUBORDINATE di <i>Vincenzo Salafia</i>	<b>541</b>
<b>Patto parasociale</b>	IL PATTO PARASOCIALE DI "FIRST OFFER AND FIRST REFUSAL" di <i>Paolo Divizia</i>	<b>543</b>
<b>Direzione e coordinamento</b>	IL "NUOVO" APPRODO DELLA SUPREMA CORTE IN MATERIA DI RESPONSABILITÀ DA DIREZIONE E COORDINAMENTO Cassazione Civile, Sez. I, 5 dicembre 2017, n. 29139 commento di <i>Fabio Clarizio</i>	<b>550</b>
<b>Registro delle imprese</b>	REGISTRO DELLE IMPRESE: INEFFICACIA PRENOTATIVA E PRINCIPIO DI TIPICITÀ DELLE ISCRIZIONI Tribunale di Avellino 8 gennaio 2018 commento di <i>Roberto Ranucci</i>	<b>566</b>
<b>Quota di S.r.l.</b>	SEQUESTRO CONSERVATIVO E DIVISIBILITÀ DI QUOTA DI S.R.L. Tribunale di Milano 23 settembre 2017 commento di <i>Fernando Platania</i>	<b>580</b>
<b>Finanziamenti soci</b>	NATURA DEGLI APPORTI DEI SOCI E APPLICAZIONE DEI CRITERI D'INTERPRETAZIONE DEI CONTRATTI Tribunale di Milano, Sez. Impr., 28 giugno 2017 Tribunale di Milano, Sez. Impr., 19 giugno 2017 commento di <i>Paolo Pototschnig</i>	<b>588</b>
	SULL'OBBLIGO DI APPORTO DEL "QUASI CAPITALE" Tribunale di Roma, Sez. Impr. III, 3 maggio 2017, n. 8703 commento di <i>Annalisa Postiglione</i>	<b>603</b>

## DIRITTO DEI MERCATI FINANZIARI

<b>Contratto di borsa</b>	SULLA RISOLUZIONE DEI SINGOLI ORDINI DI INVESTIMENTO Cassazione Civile, Sez. I, 23 maggio 2017, n. 12937 commento di <i>Giorgio Afferni</i>	<b>617</b>
---------------------------	---	------------

## PROCESSO, ARBITRATO E MEDIAZIONE

<b>Revoca degli amministratori</b>	PROCEDIMENTO EX ART. 2409 C.C. ED EFFICACIA IMMEDIATA DEL DECRETO CAMERALE Tribunale di Torino, Sez. I, 4 ottobre 2017, n. 4615 commento di <i>Marcello Gaboardi</i>	<b>626</b>
------------------------------------	--	------------

## DIRITTO PENALE COMMERCIALE

<b>Reati fallimentari</b>	LA BANCAROTTA FRAUDOLENTA PATRIMONIALE TRA PRINCIPI COSTITUZIONALI E "INDICI DI FRAUDOLENZA" Cassazione Penale, Sez. V, 1° agosto 2017 (c.c. 23 giugno 2017), n. 38396 commento di <i>Francesca Brembati</i>	<b>641</b>
---------------------------	--	------------

## OSSERVATORIO

	GIURISPRUDENZA DI LEGITTIMITÀ a cura di <i>Vincenzo Carbone</i> e di <i>Romilda Giuffrè</i>	<b>654</b>
	GIURISPRUDENZA DI MERITO a cura di <i>Alessandra Stabilini</i>	<b>656</b>

OSSERVATORIO CONSOB

a cura di *Angelo Busani e Giampaolo Grasso*

659

OSSERVATORIO FISCALE

a cura di *Massimo Gabelli*

662

OSSERVATORIO EUROPEO

a cura di *Davide Scavuzzo*

666

## INDICI

Indice Autori, Indice Cronologico, Indice Analitico

672

### COMITATO PER LA VALUTAZIONE

F. Annunziata, P. Biavati, C. Consolo, L. De Angelis, G. Fauceglia, G. Ferri, G. Guizzi, F.P. Luiso, V. Meli, S. Menchini, F. Mucciarelli, A. Pericu, A. Perrone, C. Piergallini, S. Rossi, L. Salvaneschi, L. Stanghellini, G.M. Zamperetti

# Le Società

Mensile di diritto e pratica commerciale  
societaria e fiscale

#### EDITRICE

Wolters Kluwer Italia S.r.l.  
Via dei Missaglia n. 97 - Edificio B3  
20142 Milano

#### INDIRIZZO INTERNET

[www.edicolaprofessionale.com/lesocieta](http://www.edicolaprofessionale.com/lesocieta)

#### DIRETTORE RESPONSABILE

Giulietta Lemmi

#### REDAZIONE

Francesco Cantisani, Ines Attorresi, Tania Falcone

#### REALIZZAZIONE GRAFICA

Wolters Kluwer Italia S.r.l.

#### FOTOCOMPOSIZIONE

Integra Software Services Pvt. Ltd.

#### STAMPA

GECA S.r.l.  
Via Monferrato, 54 - 20098 San Giuliano Milanese (MI)  
Tel. 02/99952L'elaborazione dei testi, anche se curata con  
scrupolosa attenzione, non può comportare specifiche  
responsabilità per eventuali errori o inesattezze

#### PUBBLICITÀ:

**Wolters Kluwer**E-mail: [advertising-it@wolterskluwer.com](mailto:advertising-it@wolterskluwer.com)  
[www.wolterskluwer.it](http://www.wolterskluwer.it)Via dei Missaglia n. 97 - Edificio B3  
20142 MilanoAutorizzazione del Tribunale di Milano n. 452 del 28  
novembre 1981Per informazioni in merito  
a contributi, articoli ed argomenti trattati, scrivere o  
telefonare a:**Casella Postale 12055 - 20120 Milano**  
**telefono (02) 82476.570**  
**telefax (02) 82476.079**  
**e-mail: [redazione.lesocieta.ipsoa@wolterskluwer.com](mailto:redazione.lesocieta.ipsoa@wolterskluwer.com)**Per informazioni su gestione abbonamenti, numeri  
arretrati, cambi d'indirizzo, ecc., scrivere o  
telefonare a:**IPSOA Servizio Clienti**  
**Casella postale 12055 - 20120 Milano telefono**  
**(02) 824761 - telefax (02) 82476.799 Servizio**  
**risposta automatica:**  
**telefono (02) 82476.999**Tariffa R.O.C.: Poste Italiane Spa - Spedizione in  
abbonamento Postale - D.L. 353/2003 (conv. in L. 27  
febbraio 2004, n. 46) art. 1, comma 1, DCB Milano  
Iscritta nel Registro Nazionale della Stampa  
con il n. 3353 vol. 34 foglio 417 in data 31 luglio 1991  
Iscrizione al R.O.C. n. 1702

#### ABBONAMENTI

Gli abbonamenti hanno durata annuale e si intendono  
rinnovati, in assenza di disdetta da comunicarsi entro  
60 gg. prima della data di scadenza, a mezzo  
raccomandata A.R. da inviare a  
Wolters Kluwer Italia S.r.l. Via dei Missaglia n. 97 -  
Edificio B3 20142 Milano.Servizio Clienti: tel. 02 824761  
e-mail: [servizioclienti.ipsoa@wolterskluwer.com](mailto:servizioclienti.ipsoa@wolterskluwer.com)L'abbonamento cartaceo comprende nel prezzo di  
abbonamento l'estensione on line della rivista,  
consultabile all'indirizzo[www.edicolaprofessionale.com/lesocieta](http://www.edicolaprofessionale.com/lesocieta)  
L'abbonamento digitale è consultabile all'indirizzo:  
[www.edicolaprofessionale.com/lesocieta](http://www.edicolaprofessionale.com/lesocieta)

#### ITALIA

Abbonamento annuale cartaceo solare (gennaio -  
dicembre) oppure 12 mesi rolling dalla data di  
sottoscrizione € 268,00Abbonamento digitale 12 mesi rolling dalla data di  
sottoscrizione: 250 + Iva 4%

#### ESTERO

Abbonamento annuale cartaceo solare (gennaio -  
dicembre) oppure 12 mesi rolling dalla data di  
sottoscrizione € 536,00Abbonamento digitale 12 mesi rolling dalla data di  
sottoscrizione: € 250,00**MAGISTRATI e UDTORI GIUDIZIARI** - sconto del  
20% sull'acquisto dell'abbonamento annuale alla  
rivista, applicabile rivolgendosi alle Agenzie Wolters  
Kluwer (<http://shop.wki.it/agenzie>) o inviando l'ordine  
via posta a Wolters Kluwer Italia S.r.l., Via dei Missaglia  
n. 97 - Edificio B3 20142 Milano o via fax al n. 02-  
82476403 o rivolgendosi al Servizio Informazioni  
Commerciali al n. 02-82476794.

Nell'ordine di acquisto i magistrati dovranno allegare

fotocopia del proprio tesserino identificativo attestante  
l'appartenenza alla magistratura.

#### MODALITÀ DI PAGAMENTO

— Versare l'importo sul C/C/P n. 583203 intestato a  
WKI S.r.l. Gestione incassi - Via dei Missaglia n. 97 -  
Edificio B3 20142 Milano

#### oppure

— Inviare assegno bancario/circolare non trasferibile  
intestato a Wolters Kluwer Italia S.r.l.  
Indicare nella causale del versamento il titolo della  
rivista e l'anno di abbonamento.

Prezzo copia: € 33,00

Arretrati: prezzo dell'anno in corso  
all'atto della richiesta

#### DISTRIBUZIONE

Vendita esclusiva per abbonamento

Il corrispettivo per l'abbonamento a questo periodico  
è comprensivo dell'IVA assolta dall'editore ai sensi  
e per gli effetti del combinato disposto dell'art. 74  
del D.P.R. 26/10/1972, n. 633 e del D.M.29/12/1989  
e successive modificazioni e integrazioni.

#### Egregio abbonato,

**ai sensi dell'art. 13 del D.Lgs. 30 giugno 2003 n. 196**, La  
informiamo che i Suoi dati personali sono registrati su data-  
base elettronici di proprietà di Wolters Kluwer Italia S.r.l., con  
sede legale in Via dei Missaglia n. 97 - Edificio B3 20142  
Milano, titolare del trattamento e sono trattati da quest'ulti-  
ma tramite propri incaricati. Wolters Kluwer Italia S.r.l.  
utilizzerà i dati che La riguardano per finalità amministrative  
e contabili. I Suoi recapiti postali e il Suo indirizzo di posta  
elettronica saranno utilizzabili, ai sensi dell'art. 130, comma  
4, del D.Lgs. n. 196/2003, anche a fini di vendita diretta di  
prodotti o servizi analoghi a quelli oggetto della presente  
vendita. Lei potrà in ogni momento esercitare i diritti di cui  
all'art. 7 del D.Lgs. n. 196/2003, fra cui il diritto di accedere ai  
Suoi dati e ottenerne l'aggiornamento o la cancellazione per  
violazione di legge, di opporsi al trattamento dei Suoi dati ai  
fini di invio di materiale pubblicitario, vendita diretta e comu-  
nicazioni commerciali e di richiedere l'elenco aggiornato dei  
responsabili del trattamento, mediante comunicazione scritta  
da inviarsi a: Wolters Kluwer Italia S.r.l. - PRIVACY - Via dei  
Missaglia n. 97 - Edificio B3 20142 Milano, o inviando un Fax  
al numero: 02.82476.403.

Diritti degli obbligazionisti

# Le obbligazioni subordinate

di Vincenzo Salafia

---

Nel commentare l'art. 2411 c.c., nel testo della riforma societaria, si esamina il limite della subordinazione cui le obbligazioni societarie possono essere assoggettate.

---

## Le obbligazioni subordinate in generale

Il codice civile, nel testo anteriore alla recente riforma societaria, non prevedeva le obbligazioni subordinate; il T.U. bancario 1° settembre 1993, n. 385 all'art. 12, comma 7 prevedeva, ed ancora oggi prevede, che la Banca d'Italia disciplina l'emissione da parte delle banche di prestiti "subordinati", irredimibili ovvero rimborsabili previa autorizzazione della medesima. Le banche, cioè, su autorizzazione della Banca d'Italia potevano e possono emettere titoli obbligazionari, non solo subordinati, ma anche irredimibili o rimborsabili soltanto con la preventiva autorizzazione della Banca d'Italia.

Titoli la cui efficacia è differente da quella ordinaria dei titoli obbligazionari, perché coinvolgono, in misura più o meno elevata, il finanziamento, da essi rappresentato, nel rischio dell'impresa emittente, sia nel caso della postergazione rispetto agli altri creditori sia in quello, previsto per le banche, in cui il diritto alla restituzione del capitale è rinviato alla liquidazione della società o soggetto all'autorizzazione della Banca d'Italia.

La recente riforma societaria con l'art. 2411 c.c. ha espressamente previsto la facoltà dell'emittente di subordinare il diritto dell'obbligazionista alla restituzione del capitale e al pagamento degli interessi alla soddisfazione di altri creditori.

È bene notare che anche nell'ordinamento precedente le società per azioni potevano emettere obbligazioni subordinate, perché nell'ambito della loro autonomia statutaria potevano legittimamente regolare le modalità della restituzione del capitale e subordinare il pagamento degli interessi ad eventi obiettivi relativi all'andamento del risultato degli esercizi delle loro imprese. Ovviamente queste particolari condizioni dovevano essere indicate nella deliberazione di emissione delle obbligazioni, che era riservata alla competenza dell'assemblea straordinaria e doveva essere depositata per l'iscrizione nel

Registro delle imprese, dove gli interessati potevano leggerne il contenuto ed informarsi sulle condizioni di emissione del prestito prima di accingersi alla sottoscrizione.

## La loro previsione nell'art. 2411 c.c., nel testo della riforma societaria

Il nuovo testo dell'art. 2411 c.c. dispone dunque che il diritto dell'obbligazionista alla restituzione del capitale e al pagamento degli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società emittente.

La norma non specifica se gli altri creditori, che devono essere soddisfatti con precedenza rispetto all'obbligazionista, siano soltanto quelli esistenti al momento dell'emissione delle obbligazioni ovvero anche quelli sopravvenuti durante il tempo che deve trascorrere prima della data prevista per il loro rimborso.

Il testo normativo consente di comprendere nella categoria dei creditori in questione quelli esistenti al momento della restituzione del capitale e del pagamento degli interessi.

In dottrina si è posto il problema se, in parziale analogia a quanto consentito alle società bancarie, si possa consentire alle altre società commerciali per azioni l'emissione di obbligazioni irredimibili o rimborsabili possibilmente a discrezione della società, senza ovviamente l'intervento autorizzatorio della Banca d'Italia, previsto dal T.U. bancario e limitato solo alle obbligazioni bancarie. Nel contesto di opinioni contrastanti (cfr. Marchetti, in senso negativo, *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, 485 e Galletti, in senso positivo, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 420) mi sembra che lo speciale trattamento riconosciuto alle banche sia giustificato dalla natura pubblica del servizio che esse svolgono

verso la collettività, laddove l'estensione del medesimo potere alle ordinarie società per azioni non avrebbe altro scopo che quello di privilegiare il loro interesse a prorogare o eliminare il tempo del rimborso rispetto a quello dei loro creditori obbligazionisti, senza, peraltro, dire che ben difficilmente sul mercato si troverebbero persone disponibili ad investire i loro capitali alle condizioni, qui in questione.

Altra novità, introdotta dalla riforma societaria, riguarda la competenza all'emissione delle obbligazioni, che viene attribuita, con scelta più razionale di quella fatta dal precedente legislatore, agli amministratori quali titolari del generale potere di gestione dell'impresa, nella quale rientra la predisposizione dei mezzi finanziari necessari.

### **Le eccezioni della società alla richiesta del pagamento degli interessi e del rimborso delle obbligazioni**

Alla scadenza dei termini relativi ai diritti dell'obbligazionista subordinato egli potrà chiederne la soddisfazione alla società debitrice, cui spetterà eventualmente il potere di eccepire la pendenza di altri simili contestuali diritti di altri creditori non ancora soddisfatti. Alla società incombe l'onere di provare il fondamento dell'eccezione sollevata e all'obbligazionista spetta il potere di resistere, eventualmente anche in un giudizio appositamente proposto. La subordinazione della soddisfazione dell'obbligazionista ad altri creditori deve essere intesa, a mio avviso, nel senso della contestuale pendenza e scadenza di diritti della stessa specie dell'obbligazionista

e degli altri creditori, con la conseguenza che l'eccezione opponibile dalla società all'esercizio di un diritto dell'obbligazionista dovrà avere per oggetto la contestuale scadenza di simile diritto di altro creditore. In altri termini, se l'obbligazionista chiede il pagamento dell'interesse periodico, la società non potrà eccepire la sola pendenza di altri suoi debiti, ma la pendenza e contestuale scadenza di altri suoi debiti per interessi o per capitale.

La sola pendenza di altri debiti non giustifica l'eccezione, perché la subordinazione dei diritti in scadenza dell'obbligazionista subordinato non comporta l'attesa da parte sua della futura scadenza di altri debiti della società debitrice.

Soltanto in presenza dell'attuale concorso di più creditori, fra i quali l'obbligazionista subordinato, sorge l'obbligo di quest'ultimo di attendere la soddisfazione degli altri diritti concorrenti prima di pretendere quella del proprio.

Se la società emittente simulasse la pendenza di altri debiti, l'obbligazionista dovrebbe reagire assumendosi l'onere di provare la simulazione.

Nel caso di dichiarazione dell'insolvenza della società emittente, invece, i crediti relativi alle obbligazioni subordinate concorreranno insieme con tutti gli altri crediti, ad eccezione di quelli assistiti da garanzia reale o da privilegio (cfr. artt. 52, 53, 54, R.D. 16 marzo 1942, n. 267), ed il loro soddisfacimento avverrà alle medesime condizioni e, possibilmente, negli stessi tempi degli altri crediti chirografari.

Non constano precedenti giurisprudenziali sulle questioni sopra esaminate.

Patto parasociale

# Il patto parasociale di “*first offer and first refusal*”

di Paolo Divizia

La clausola parasociale di *first offer/first refusal* rientra nella più ampia categoria dei sindacati di blocco e consiste nella possibilità accordata ad uno o più parasoci di acquistare la partecipazione di un aderente al patto prima che essa venga posta in vendita. Essa configura un diritto di “pre-acquistare” la partecipazione (quota o pacchetto azionario) prima cioè che esso sia immesso in un circuito di trattative con terzi. La clausola si articola in due sotto varianti e persegue numerose (e poco note) finalità operative nella gestione del rapporto fra socio industriale e finanziatore.

## Definizione ed inquadramento

La clausola parasociale di *first offer/first refusal* (1) rientra nella più ampia categoria dei sindacati di blocco (2), in tal senso definiti in quanto miranti a vietare o limitare, con diversi livelli di intensità, il trasferimento a terzi delle partecipazioni detenute dai paciscenti in una data società.

Il limite può essere graduato e variare dall’inalienabilità assoluta per un dato periodo (c.d. clausole di “*lock up*”), alla possibilità di alienare unicamente agli altri paciscenti o solo dopo aver ottenuto il preventivo benestare di questi ultimi oppure ancora nell’obbligo di offrir loro le azioni in prelazione.

In essi emerge con chiarezza il perseguimento della finalità, richiesta dal legislatore, di stabilizzazione degli assetti proprietari (così testualmente l’art. 2341 *bis*, comma 1, c.c.).

Il patto di *first offer/first refusal* consiste nella possibilità accordata ad uno o più parasoci di acquistare la partecipazione di un aderente al patto prima che essa venga posta in vendita; in altre parole, si tratta del diritto di “pre-acquistare” la partecipazione (quota o pacchetto azionario) prima cioè che esso sia immesso in un circuito di trattative con terzi.

Fin da subito è importante osservare come a livello classificatorio “*first offer*” e “*first refusal*” costituiscono due sotto varianti procedurali del medesimo patto parasociale (3).

In prima approssimazione - e fatta sempre salva la valutazione della clausola a partire dalla tecnica redazionale impiegata come *infra* nel dettaglio analizzato - l’esplicazione del diritto di *first offer/first refusal* vive di un duplice momento documentale:

a) da un lato, vi è la formulazione dell’*invito a proporre* per mano del parasocio interessato alla dismissione ed indirizzato agli altri parasoci;

b) dall’altro, vi è la *proposta irrevocabile* di acquisto che deve fare seguito all’avenuta ricezione dell’invito a proporre indicato sub a), la quale viene formulata proprio in conseguenza alla ricezione dell’invito. Il diritto di *first offer/first refusal* determina di per sé il sorgere di un aggravio procedimentale, che si esplica nell’impegno di informazione preventiva verso uno o più parasoci dell’intenzione di uscita dalla compagine sociale. Tecnicamente, sul fronte di colui che intende dismettere la partecipazione sorge un duplice impegno: in primo luogo, un obbligo di natura informativa che deve attuarsi tempestivamente e, in

(1) Ad un primo livello di approfondimento la clausola può essere intesa in senso unitario. Ad una seconda e più approfondita analisi tecnica della clausola, come si vedrà nel prosieguo del testo, *first offer* e *first refusal* sono due varianti strutturali della medesima fattispecie.

(2) Se collocata in seno ad un patto parasociale, la clausola in parola dovrà dunque essere contenuta in termini temporali di efficacia nel quinquennio previsto ex art. 2341 *bis*, comma 2, c. c. (per la S.p.a. e le S.r.l. che controllano S.p.a.) ovvero entro convenienti limiti di tempo ex art. 1379 c.c. (per le S.r.l.).

(3) Peraltro la scarna dottrina che si è occupata del tema sovente sovrappone le terminologie. Pienamente condivisibile è la distinzione, fondata anche sul dato redazionale della clausola, proposta da G.A. Mazza, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, 2017, 176-178; a mio avviso non condivisibile è, invece, la dizione “*first refusal offer*” (rispetto alla descrizione del contenuto sostanziale della clausola) indicata da E. Tartaglia, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari*, Santarcangelo di Romagna, 2014, 33.

secondo luogo, un obbligo di formulazione per iscritto di un invito a proporre.

Nella costruzione di un patto parasociale di prima offerta, il soggetto tenuto a garantire il diritto di *first offer* deve limitarsi a formulare una comunicazione che non integra il livello negoziale della proposta contrattuale, fermandosi ad un mero invito ad avviare la trattativa (4). Questo dato non è di poco momento per la dinamica contrattuale, atteso che il beneficiario del diritto di *first offer*, ove si convinca della bontà e della profittevolezza dell'operazione, con l'adesione alla stessa non integrerà l'accettazione di una proposta, bensì sarà tenuto a formulare esso stesso una proposta.

Dal punto di vista logico, dunque, ad un invito a proporre non consegue una accettazione (5), bensì una formale proposta irrevocabile di acquisto, redatta ai sensi dell'art. 1329 c.c.; dinanzi a detta proposta irrevocabile, il soggetto che *ab origine* ha dettato l'avvio della procedura in commento sarà libero di accettare o rifiutare.

Parzialmente differente, invece, è la struttura della più rara "*first refusal clause*". In essa, infatti, il ruolo centrale è svolto dalla proposta di vendita che si accompagna alla prima comunicazione e che proviene direttamente dal parasocio intenzionato ad uscire dalla compagine sociale. Si può affermare che questa variante è strutturalmente più snella e, in ragione della formulazione, tende a sovrapporsi ad una opzione *call* (in cui il parasocio "uscente" conviene con gli altri una proposta irrevocabile di acquisto della propria partecipazione ad un prezzo ed a condizioni prefissate) (6).

### Finalità e *ratio* economica dell'istituto

Le finalità della clausola di *first offer/first refusal* sono differenti e debbono essere analizzate partitamente,

atteso che gli scenari in cui essa può essere impiegata sono molteplici.

In primo luogo, può osservarsi come vi sia un profondo legame fra l'istituto in esame e le più tradizionali figure del diritto di gradimento e prelazione. L'esperienza pratica insegna come la presenza di una clausola limitativa alla circolazione delle azioni/quote (qual è la prelazione e, più di rado, il gradimento) scoraggi *ab initio* il terzo-investitore nell'intraprendere una lunga trafila legale mirante a perfezionare l'acquisto.

Non secondari, infatti, sono i costi ad essa connessi, quali la *due diligence* legale e contabile preventiva ovvero i costi di reperimento di risorse sul mercato creditizio.

Con efficace espressione è stato definito il rischio "del socio che sta alla finestra", ossia di quel componente della compagine sociale che - sin da subito - sapendo di poter esercitare la prelazione con mezzi propri ad immediata disposizione, indirettamente si avvantaggia del grado di dettaglio informativo acquisito dal terzo in questa fase che precede il *closing* (7).

In dottrina, vi è chi ha descritto efficacemente questo rischio afferente la fase prenegoziale di acquisto come "il rischio corso dal terzo acquirente che, al termine di una negoziazione, dopo aver definito ed accettato i prezzi e le condizioni di trasferimento di un pacchetto di azioni, vede vanificare i suoi sforzi per il fatto che un azionista interno alla società, esercitando il diritto di prelazione, sia preferito a lui nella compravendita" (8).

A ben vedere, infatti, la presenza di una clausola di prelazione espone il terzo che aspira all'ingresso in società in una posizione "*lose to lose*" sotto tre aspetti:

- questi avvia l'indagine conoscitiva a proprie spese, impiegando tempo e risorse ed altresì rinunciando *medio tempore* ad altre opportunità contrattuali;

(4) L'invito a proporre è una dichiarazione che ha lo scopo di avviare la trattativa negoziale. Da parte di alcuni autori (D. Rubino, *La fattispecie e gli effetti giuridici preliminari*, Milano, 1939, 225 ss., citato da M.C. Diener, *Il contratto in generale*, Milano, 2002, 235, nota 259) si afferma che l'invito a proporre abbia un contenuto meno ampio e completo della proposta contrattuale (ad esempio, difettando del prezzo di vendita); quest'ultimo assunto non è, a mio avviso, condivisibile per il semplice fatto che l'invito a proporre può essere sì completo di ogni elemento negoziale, ma difettare alla radice di una volontà di concludere il contratto sottostante. È stato correttamente affermato che "si ha un semplice invito a proporre [*anche, ndr.*] nelle ipotesi in cui la parte che ha preso l'iniziativa, pur avendo reso noti tutti gli elementi essenziali del contratto, non voglia consentire all'altra parte di determinare senz'altro la conclusione, ma intende riservare a se stessa la decisione ultima" (P. Trimarchi, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2016, 209).

(5) Da intendersi quale atto prenegoziale di adesione alla proposta, avente carattere unilaterale, recettizio e revocabile (così F. Santoro Passarelli, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1973, 210).

(6) Per una approfondita disamina del tema, corredata da esempi di tecnica redazionale, rinvio al mio scritto P. Divizia, *Patto di opzioni put and call*, in *Notariato*, 2017, 343-356.

(7) Il termine *closing*, assai diffuso nel mondo delle professioni legali, può essere utilizzato per individuare il giorno a partire dal quale - in Italia di regola a seguito della stipula di un atto notarile - si producono gli effetti di un determinato contratto (cfr. M. Speranzin, *Vendita delle partecipazioni "di controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, 26 nelle note di 27).

(8) Cfr. D. Proverbio, *I patti parasociali*, Milano, 2010, 87; nella stessa direzione, si segnala quanto affermato da M. Dilda, *La tutela dell'azionista istituzionale nelle transazioni di minoranza*, in AA.VV., *Tecniche di private equity*, Milano, 2003, 150 nella parte in cui descrive il c.d. *break up risk*.



- non può tenere segrete le valutazioni (di prezzo e modalità di acquisto) intercorse fra di esso ed il socio uscente, in quanto detti elementi negoziali debbono essere portati a conoscenza dei soci prelatorari nel rispetto del principio della “parità di condizioni”;

- laddove il terzo intendesse limitare il rischio di subire un acquisto in prelazione, l'unica strada percorribile è quella della sovra valutazione della partecipazione oggetto di trattativa (in altre parole, il rischio di subire un acquisto in prelazione è inversamente proporzionale alla iperfetazione del prezzo).

Ciò detto, si comprende in maniera più agevole come il patto parasociale di *first offer/first refusal* sia frequentemente richiesto da coloro i quali non ritengano conveniente concedere agli altri soci il diritto di prelazione, volendo dismettere la partecipazione posseduta, soprattutto alla luce del fatto che il diritto di prelazione può divenire un vero e proprio deterrente verso i terzi interessati all'acquisto per le ragioni sopra esposte. La clausola in esame è di grande utilità, dunque, nella dialettica fra soci finanziari e soci industriali. Il socio finanziario (9), infatti, di regola di minoranza, può avere un concreto interesse a prevenire l'esercizio del diritto di prelazione per mano del socio industriale di maggioranza; il primo infatti - essendo intenzionato a dismettere la propria partecipazione entro una precisa finestra temporale - ha buone ragioni per non volersi vedere limitato (neppure potenzialmente) il novero dei possibili terzi interessati all'acquisto.

Vi sono ulteriori finalità, meno note.

Il patto parasociale di *first offer/first refusal* garantisce, infatti, un elevato grado di impermeabilità delle informazioni sociali verso l'esterno. La clausola in parola, prevenendo in radice i contatti fra un socio intenzionato ad uscire ed un non definito numero di terzi interessati a rilevare la posizione, limita due conseguenze potenzialmente pericolose per la società: da un lato, una fuoriuscita di notizie e dati “sensibili” verso terzi estranei; dall'altro, un pregiudizio di immagine. La fuoriuscita di un socio, nei

mercati chiusi, di regola porta con sé delle conseguenze di instabilità della *governance* stessa, aspetto quest'ultimo indirettamente correlato al valore di mercato della società medesima.

Sotto altro profilo, nella prospettiva del socio di maggioranza, la clausola di *first offer/first refusal* realizza un significativo effetto anti-concorrenziale. Nella dismissione di una partecipazione di minoranza, infatti, la clausola previene indebite forme di lievitazione del prezzo, poiché a monte svolge una funzione di “filtro”, non consentendo in via preventiva una competizione sul prezzo di acquisto con il terzo. In presenza di un meccanismo di prelazione, infatti, il socio di maggioranza, dinanzi all'opportunità di incrementare percentualmente la propria partecipazione, è tenuto a comprare “a parità di condizioni” e dunque a versare al socio uscente il prezzo che quest'ultimo ha pattuito con il terzo estraneo.

Un'ultima finalità della clausola è quella di proporsi come contrappeso al funzionamento di alcune “*drag along clauses*”. Come noto, infatti, queste ultime attribuiscono al socio di maggioranza il diritto di trascinare nella negoziazione - inizialmente avente ad oggetto solo la partecipazione di questi - anche le partecipazioni degli altri soci. Il titolare del *drag along* (di regola, il socio di maggioranza (10)) ha dunque la facoltà di covendere “in trascinamento” anche le partecipazioni dei soci di minoranza, di fatto determinandone la fuoriuscita dalla compagine sociale e con ciò recidendo unilateralmente lo *status socii* dei medesimi. In assenza di un mercato liquido delle partecipazioni (S.r.l. e S.p.a. “chiuso”), il *drag along* si profila dunque come uno strumento di attuazione efficiente del disinvestimento dell'*equity*, il cui vero limite è rappresentato dal c.d. *floor* minimo di realizzo, ossia dal fatto che la partecipazione del socio di minoranza “trascinata” non potrà mai avere una valorizzazione inferiore al valore di liquidazione da recesso (11). Ad ulteriore tutela della valorizzazione

(9) Si tratta, di regola, del *venture capitalist*, ossia colui il quale svolge un'attività di finanziamento della società nelle prime fasi del ciclo imprenditoriale o in fasi di crisi finanziaria e gestionale, esponendo il proprio capitale ad un rischio (da qui l'espressione “capitale di ventura”). In linea di principio, il *venture capitalist* non intende permanere in società per un lungo periodo, essendo per contro interessato ad una remunerazione sul breve-medio periodo del proprio investimento. Trattandosi di una attività non meramente finanziaria, il *venture capitalist* richiede alla società cui è andato in soccorso di norma tre tipologie di diritti: a) un diritto di controllo sulla gestione; b) un ruolo, anche solo parziale, di gestione, attraverso la nomina di membri di fiducia nel c.d.a.; c) la predisposizione di una serie di meccanismi negoziali (statutari e parasociali) che rendano agevole il disinvestimento in equity effettuato (cfr. B. Szego, *Il venture capital come strumento per*

*lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quaderni di ricerca giuridica*, a cura di Banca d'Italia, n. 55, Roma, 2002, consultabile sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) ed ivi rinvenibili molti riferimenti bibliografici).

(10) Secondo parte della dottrina (N. De Luca, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, Milano, 2013, 65 citato a sostegno della posizione assunta da G.A. Mazza, *op. cit.*, 258 nt. 71), non vi sarebbero limiti in ordine alla possibilità di riconoscere anche al socio di minoranza il diritto di *drag along*; per una parziale critica di questo punto, mi sia consentito il rinvio a P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, *Notariato e nuovo diritto societario*, Milano, 2013, 190.

(11) Per la disamina del tema, rinvio allo scritto monografico di P. Divizia, *ult. op. cit.*, 215 ss. (Capitolo VI).

patrimoniale dei soci trascinati, in alcune ipotesi può prevedersi che l'attivazione del *drag along* (e con essa il trascinamento in esercizio del mandato a vendere *in rem propriam*) debba essere preceduta dall'esercizio di un diritto di *first offer/first refusal*.

Dal punto di vista logico, quindi, la procedura di attivazione del *drag along* è preceduta da un carteggio fra parasoci mirante alla fissazione di un prezzo in esercizio del diritto "di prima offerta o di primo rifiuto"; questo valore unitario di dismissione della partecipazione costituirà - in aggiunta e non già in sostituzione del *floor* minimo di recesso - un pre-requisito di attivazione del *drag along*. La vendita in trascinamento, infatti, non potrà avere luogo qualora il prezzo pattuito con il terzo estraneo (interessato a rilevare l'intera compagine sociale) sia inferiore rispetto al valore numerico oggetto di prima offerta/primo rifiuto (12).

### Analisi tecnica della clausola. Le fasi del procedimento

L'analisi della clausola in esame deve partire, a mio avviso, da una scomposizione logica e temporale delle diverse fasi di funzionamento della stessa.

#### La prima fase

La clausola di *first offer/first refusal* può restare a lungo quiescente nelle pattuizioni fra parasoci. Essa, infatti, viene attivata qualora si manifesti l'intenzione di un parasocio di dismettere la propria partecipazione (da intendersi, quale quota o pacchetto azionario). Non ravviso impedimenti tecnici all'azionamento della clausola in caso di alienazione, anche solo parziale, della propria quota di *equity*.

Una volta che è maturata l'idea dismissiva, al parasocio è fatto divieto di avviare sul mercato (dunque presso terzi estranei) qualsiasi forma di trattativa (13); proprio nel rispetto di questo divieto risiede anche quella forma di tutela della segretezza delle vicende sociali, illustrata fra le finalità (meno note) della clausola.

Ad una condotta astensiva si affianca una condotta attiva, rappresentata dall'obbligo di effettuare una comunicazione agli altri parasoci, che dunque vengono individuati "per differenza", come titolari attivi del diritto di *first offer/first refusal*.

La comunicazione ha un duplice contenuto:

a) da un lato, vi è la manifestazione espressa della propria intenzione di vendita (la quale può essere anche non motivata);

b) dall'altro:

b.1. nella variante "*first offer*", vi è un invito a proporre/formulare un'offerta di acquisto per la partecipazione che si intende dismettere (si badi che l'offerta di acquisto deve essere irrevocabile ai sensi dell'art. 1329 c.c. e deve contenere tutti gli elementi negoziali della prospettata vendita);

- nella variante "*first refusal*", vi è una proposta di vendita (14).

È in questo segmento procedimentale che iniziano a profilarsi le differenze. Nella prima variante il socio che intende uscire dalla società chiede agli altri di formulare un'offerta di acquisto a proprio favore; nella seconda variante è direttamente il socio che intende uscire a formulare, a beneficio degli altri, una proposta di vendita.

#### La seconda fase

Dal momento in cui la predetta comunicazione è pervenuta agli aventi diritto, si apre una finestra temporale di valutazione, la cui durata è predeterminata dall'accordo parasociale.

Questa fase si caratterizza per il sorgere di due posizioni, una di libertà ed una di obbligo. La posizione di libertà si concreta in capo ai soci destinatari dell'offerta, i quali restano liberi di formulare - nella variante *first offer* - una proposta irrevocabile di acquisto; la posizione di obbligo, sorge in capo a chi ha dato avvio alla procedura, il quale - per espressa previsione del patto parasociale - sarà *medio tempore* (ossia sino allo spirare della procedura stessa) obbligato a non alienare a terzi la partecipazione interessata. A ben vedere, si tratta di una applicazione procedimentale del divieto di alienazione contenuto nell'art. 1379 c.c.; detto divieto deve, a mio avviso, essere espressamente pattuito fra i parasoci, affinché non venga frustrato il legittimo interesse dei soci destinatari della comunicazione a valutare con calma la presentazione dell'offerta.

In entrambe le varianti (*offer and refusal*) i soci destinatari della comunicazione iniziale sono in una posizione di libertà simile a quella dell'oblato ex art. 1331 c.c.: nel primo caso avranno la facoltà (e mai l'obbligo) di formulare un'offerta di acquisto,

(12) Cfr. G.A. Mazza, *op. cit.*, 259.

(13) Da intendersi come qualunque forma di sollecitazione di offerte da terzi ovvero di presa in considerazione di offerte provenienti da terzi.

(14) Il profilo strutturale della clausola può essere articolato in vari modi. Mi pare ragionevole, anche in questa variante, richiamare

la struttura della proposta irrevocabile ex art. 1329 c.c. (dunque anche nella proposta di vendita elemento essenziale sarà la fissazione di un termine al quale è subordinato il mantenimento dell'impegno da parte del proponente).