



Dottorato di ricerca in “Diritto e Impresa”  
XXVIII Ciclo

Coordinatore:  
Chiarissimo Professore  
ANTONIO GULLO

***Venture capital-backed firms,  
trade sales e tutela dell’imprenditore  
tra shareholder value maximization e equa valorizzazione***

Supervisore  
Chiarissimo Professore  
LUCA ENRIQUES

Dottorando  
CASIMIRO A NIGRO

## Sommario

Nota.....	vii
-----------	-----

### INTRODUZIONE

1. Il tema .....	1
2. Le finalità .....	9
3. La metodologia .....	11
4. La struttura .....	12
5. Precisazioni concettuali e terminologiche .....	13

### CAPITOLO I *VENTURE CAPITAL, VENTURE CAPITAL-BACKED FIRMS E TRADE SALES*

#### - Sezione A: IL *VENTURE CAPITAL* -

6. Innovazione, crescita e “ <i>financing gap</i> ” .....	17
7. L’industria del <i>venture capital</i> .....	24
8. La <i>venture capital firm</i> .....	28
8.1. Organizzazione .....	30
8.2. Governo .....	31
8.3. Procedimenti .....	34

#### - Sezione B: LA *VENTURE CAPITAL-BACKED FIRM* -

9. L’incubatore .....	39
9.1. Investimenti specifici .....	39
9.2. La minaccia della conclusione anticipata della relazione .....	45
9.3. La necessità di una relazione di lunga durata .....	46
10. Struttura economica della relazione e soluzioni private .....	47
10.1. L’obiettivo di fondo: l’allineamento degli interessi .....	52
10.2. Allocazione dei poteri di controllo e <i>termination option</i> .....	53
10.3. Allocazione dei flussi di cassa e rischio imprenditoriale .....	57
11. Il disinvestimento e, in particolare, la <i>trade sale</i> .....	61

12.	Estrazione del valore sinergico e massimizzazione della ricchezza.....	65
-----	--	----

- Sezione C: LA *TRADE SALE*: PROBLEMATICITÀ *EX ANTE* -

13.	<i>Trilateral bargaining</i> e opportunismo dell'imprenditore.....	73
13.1.	<i>Hold-up</i> .....	74
13.2.	<i>Free-riding</i> .....	76
14.	Implicazioni dell'opportunismo e possibili espedienti.....	78
15.	La soluzione ( <i>recte</i> : le soluzioni).....	81
15.1.	<i>Full Control Transfer-enabling Devices</i> .....	81
15.2.	<i>Full Control Acquisition-enabling Devices</i> .....	84
16.	Equivalenza funzionale e massimizzazione della ricchezza.....	86

- Sezione D: LA *TRADE SALE*: PROBLEMATICITÀ *EX POST* -

17.	La potenziale problematicità della <i>trade sale</i> .....	91
18.	Gli scenari problematici.....	92
18.1.	Le preferenze liquidatorie.....	97
18.1.1.	Le funzioni di <i>payoff</i> .....	98
18.1.1.1.	Struttura finanziaria " <i>plain vanilla</i> ".....	98
18.1.1.2.	Preferenze liquidatorie non partecipative.....	100
18.1.1.3.	Preferenze liquidatorie partecipative.....	104
18.1.2.	La <i>trade sale</i> distruttiva di valore opportunistica.....	106
18.1.2.1.	Scenario 0.....	107
18.1.2.2.	Scenario I.....	109
18.1.2.3.	Scenario II.....	110
18.1.3.	Segue: La <i>sideways firm</i> .....	111
18.1.3.1.	Scenario III.....	113
18.1.3.2.	Scenario IV.....	115
18.1.4.	La posizione finanziariamente "ibrida" del <i>venture capitalist</i> .....	119
18.1.5.	La <i>trade sale</i> distruttiva di valore non opportunistica.....	125

CAPITOLO II  
L'INTERVENTO REGOLATORIO  
A PROTEZIONE DELL'IMPRENDITORE  
TRA MODELLO IDEALE E DECLINAZIONI REALI

- Sezione E: IL MODELLO ASTRATTO -

19.	Il problema (sintesi) e l'insufficienza del deterrente reputazionale.....	132
20.	L'intervento regolatorio: ineluttabilità, finalità e necessaria modulabilità.....	137
21.	Oggetto, termini e finalità della comparazione.....	141

- Sezione F: UNA PRIMA DECLINAZIONE CONCRETA: L'ORDINAMENTO STATUNITENSE -

22.	La <i>venture capital-backed firm</i> statunitense: aspetti salienti.....	148
22.1.	Strumenti finanziari: <i>common shares</i> e <i>convertible preferred shares</i> .....	150
22.2.	Organo amministrativo e organo assembleare .....	151
23.	La <i>cash-for-stock merger</i> .....	154
23.1.	Nozione.....	154
23.2.	Disciplina.....	155
23.2.1.	Il diritto scritto .....	155
23.2.1.1.	L'approvazione .....	155
23.2.1.2.	L'apparato rimediabile.....	156
23.2.2.	Il <i>case-law</i> .....	162
23.2.2.1.	L'assoluta discrezionalità dell'imprenditore.....	164
23.2.2.2.	L'assoluta discrezionalità (anche) del <i>venture capitalist</i> (?).....	167
23.2.2.3.	La subordinazione dell'interesse del <i>venture capitalist</i> .....	171

- Sezione G: UNA SECONDA DECLINAZIONE CONCRETA: L'ORDINAMENTO ITALIANO -

24.	La <i>venture capital-backed firm</i> di diritto italiano: aspetti salienti.....	175
25.	La co-vendita da trascinamento .....	179
25.1.	Nozione.....	179
25.2.	Disciplina.....	185
25.2.1.	Il notariato, il <i>floor</i> e il recesso .....	189
25.2.2.	La <i>pareristica</i> e il <i>floor</i> .....	192
25.2.2.1.	Validità condizionata alla previsione del <i>floor</i> .....	196
25.2.2.2.	Automatica applicazione del principio di equa valorizzazione.....	200
25.2.3.	La giurisprudenza, il <i>floor</i> e la prelazione.....	204
25.2.3.1.	Validità condizionata alla previsione del <i>floor</i> .....	205
25.2.3.2.	Validità incondizionata e rilevanza della componente fiduciaria .....	207
25.2.3.3.	Validità condizionata alla presenza del diritto di prelazione .....	211

### CAPITOLO III ANALISI E CRITICA

- Sezione H: LA DISCIPLINA STATUNITENSE -

26.	Rilievi preliminari .....	214
27.	Analisi.....	216
27.1.	L' <i>appraisal right</i> .....	216
27.1.1.	Automaticità e inefficienza in astratto .....	217
27.1.2.	Rinunciabilità ed efficienza in concreto.....	220
27.2.	Il <i>duty of loyalty</i> .....	224
28.	Critica.....	229
28.1.1.	La problematicità del diritto vivente .....	231
28.1.1.1.	L'assolutezza della regola di protezione dell'imprenditore .....	232
28.1.1.2.	La "ricattabilità" del <i>venture capitalist</i> .....	233

28.1.2.	Profili di debolezza concettuale e positivi.....	234
28.1.2.1.	La strumentalità della regola.....	235
28.1.2.2.	La relatività dei presupposti di applicazione.....	237
28.1.2.3.	Implicazioni sul piano della protezione dell'imprenditore.....	240
28.1.2.4.	<i>Firm value-maximization</i> e buona fede.....	243
28.1.3.	Le possibili soluzioni di <i>private ordering</i> .....	246
28.1.3.1.	<i>Sale Initiation</i> e <i>Drag-along Rights</i> .....	247
28.1.3.2.	Avocazione del potere di iniziativa e <i>Redemption Clause</i> .....	249
28.1.3.3.	<i>Transactional Arbitrage</i> e co-vendita da trascinamento.....	252
29.	Sintesi.....	254

- Sezione I: LA DISCIPLINA ITALIANA -

30.	Rilievi preliminari.....	256
31.	Analisi.....	257
31.1.	Equa valorizzazione.....	260
31.2.	Doveri fiduciari.....	265
32.	Critica.....	267
32.1.	La problematicità del diritto vivente.....	267
32.1.1.	Gli effetti redistributivi dei meccanismi di equa valorizzazione.....	268
32.1.2.	Incompletezza e staticità dei doveri fiduciari.....	272
32.2.	Aspetti metodologici.....	274
32.2.1.	La parzialità della fattispecie.....	275
32.2.2.	Una più inclusiva fattispecie.....	280
32.2.3.	Riposizionamento della co-vendita da trascinamento.....	285
32.3.	L'equa valorizzazione.....	302
32.3.1.	Principio di equa valorizzazione e <i>floor</i> .....	303
32.3.1.1.	I "rinvii" tra genericità e specificità.....	307
32.3.1.2.	Criteri legali e disinvestimento.....	310
32.3.1.3.	La funzione garantistica del principio.....	329
32.3.1.4.	I (conseguenti) dubbi.....	331
32.3.2.	Una possibile soluzione pratica.....	334
32.3.2.1.	Astratta plausibilità.....	335
32.3.2.2.	Pratiche controindicazioni.....	339
32.3.2.3.	Possibile insufficienza.....	341
32.3.3.	Limite "speciale" alla circolazione della partecipazione e recesso.....	342
32.3.3.1.	Clausole di mero gradimento e "imprigionamento".....	344
32.3.3.2.	Clausole di trascinamento e "imprigionamento".....	347
32.3.3.3.	Una possibile spiegazione della tentata equiparazione.....	350
32.3.3.4.	Un limite alla circolazione "mero"?.....	352
32.4.	I doveri fiduciari.....	354
32.4.1.	Presupposto.....	356
32.4.2.	L'obbligo di massimizzazione.....	359
32.4.3.	Preferenze liquidatorie e <i>Sondervorteile</i> .....	365
32.4.4.	Cangianza dell'incarico fiduciario.....	367

CONCLUSIONI

33. Sintesi..... 371  
34. Notazioni di chiusura ..... 380

*Bibliografia* ..... 383

Nota

Questo scritto si propone di segnare la conclusione di un percorso che non si sarebbe mai riusciti a intraprendere e tantomeno completare senza l'aiuto, il supporto e l'incoraggiamento di molte persone.

Un ringraziamento particolare è rivolto: a Giuseppe Ciallella e Valentina Miscia, per avermi incoraggiato a inoltrare candidatura presso la LUISS; ai professori Mario Notari e Giuseppe Portale per aver consentito di consultare taluni pareri *pro veritate* da loro predisposti; al Professore Luca Enriques, che, in qualità di supervisore, ha voluto – tra l'altro – suggerirmi modifiche essenziali e aiutarmi a rendere lo scritto appena meno impresentabile; alla Professoressa Brigitte Haar, per avermi consentito di svolgere le mie ricerche presso la Goethe Unviversität di Frankfurt am Main; al Professore Nicola De Luca, che ha saputo trovare il tempo per ripetuti scambi di email; al Professore Antonio Gullo e al Personale dell'Ufficio Dottorati di Ricerca, per aver con pazienza e tolleranza gestito la fase conclusiva del mio percorso dottorale; ai Professori Filippo Parrella ed Enrico Tonelli per aver più volte trovato il tempo di colloquiare sul tema; e ai Professori Gian Domenico Mosco e Giuseppe Melis, per aver nel tempo voluto fare tutto quanto potevano al fine di consentirmi di completare gli studi dottorali con minori difficoltà di quante ne avrei altrimenti avute.

Altrettanto speciale, pur se ovviamente per ragioni diverse, è il ringraziamento per Claudio, Mariangela e Milla, che hanno saputo tutti essermi sempre vicino nonostante le distanze; per Zoran, Giovanni, Danny, Pedro e Gustavo, per avermi dedicato tempo che non avevano; per mia zia Tina, la quale mi ha semplicemente garantito un tetto; per Demetrio e Federico, per la loro generosità e disponibilità in ogni dove e in ogni quando; per Margherita, per essere stata (anche quando non c'è stata) “*a light bulb hanging over my bed*”; per mio padre, mia madre, mio fratello, mia sorella e Maria Carmela, per avermi sopportato e supportato, sempre; e per il mio nipotino Mattia, per la gioia che ci regala.

All'indomani dell'inizio del percorso di cui questo elaborato sancisce (quasi) la fine vennero improvvisamente a mancare in un brevissimo tornio di tempo Luigi, Francesco, Marie Christine, Giuliana, Mara e Tina: è a loro che sono dedicate queste pagine.



## INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1. Il tema – 2. Le finalità – 3. La metodologia – 4. La struttura – 5. Precisazioni concettuali e terminologiche.

### 1. Il tema

Questo elaborato si sofferma sull'operazione – la *trade sale*, in due delle diverse forme che essa può assumere – tramite cui si perviene al trasferimento del controllo totalitario degli *assets* dell'impresa cui partecipano un imprenditore e un *venture capitalist*, ossia la c.d. *venture capital-backed firm*, ad un *partner* strategico.

Sul piano economico, si può affermare che *venture capitalist* e imprenditore si determinino a formare una relazione di *business* notoriamente “*ad tempus*” e strumentale alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune, da ripartirsi conformemente alle regole sull'allocazione del *surplus* cooperativo definite pattiziamente e che generalmente contemplano che, in certi frangenti (i cc.dd. “*liquidity events*”, tra cui si lascia annoverare anche la *trade sale*), il *venture capitalist* riceva un dato importo in via preferenziale (sì come definito dalle cc.dd. “*liquidation preferences*”, che, al netto della varietà delle forme che esse possono assumere, sono nella sostanza economico-finanziaria equiparabili a vero e proprio capitale di debito, pur se apportato da un investitore che è innanzitutto un *equity-holder*; ed in mancanza delle quali il *venture capitalist* si direbbe bensì entro certi limiti comunque disposto a supportare l'imprenditore, ma a termini più onerosi).

La logica della massimizzazione della complessiva ricchezza comune informa, ancora dal punto di vista economico, ciascuna singola fase del processo di implementazione della relazione di *business*; e si

impone a prescindere dalle scelte fatte sia per quanto concerne l'allocazione sia dei poteri decisionali e, dunque, dall'identità del soggetto chiamato ad assumere le decisioni del caso; sia per quanto concerne i concreti contenuti delle regole sulla allocazione della ricchezza generata dalla relazione di *business* e, dunque, dalla circostanza che, per via della peculiare conformazione che tali regole possono esibire nel contesto di riferimento, il *venture capitalist* possa appropriarsene in misura predominante o addirittura integrale.

Proprio in ragione dell'obiettivo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune che governa formazione e implementazione della relazione contrattuale, tra le due diverse e alternative opportunità di affari rappresentate dalla preservazione dell'indipendenza dell'impresa e dal trasferimento del controllo degli *assets* della medesima impresa tramite la *trade sale* dovrebbe scontatamente prevalere quella in grado di generare maggiori utilità complessive (ossia quella con valore atteso netto maggiore): in pratica, ogni qualvolta il valore di acquisizione dell'impresa superi quello dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza dovrebbe cooperativamente risultare "naturale", tanto per il *venture capitalist* quanto per l'imprenditore, procedere alla *trade sale*, a prescindere – lo si ribadisce, perché il punto merita di essere sottolineato sin da ora per via dell'importanza che riveste nel contesto dell'elaborato – sia dall'identità del *decision-maker*, sia dei concreti contenuti delle regole sulla allocazione del *surplus* cooperativo.

Sempre dal punto di vista economico, d'altro canto, è importante non soltanto che si pervenga alla *trade sale* solo se e in quanto essa risulti in effetti in grado di massimizzare la complessiva ricchezza comune; ma anche che, in occasione di essa, la complessiva ricchezza comune sia allocata conformemente alle regole pattizamente definite dai contraenti.

In caso contrario, si assisterebbe – come la letteratura economica ha spiegato – all'emersione di inefficienze distributive (cioè operanti sul piano della singola relazione privata) cui potrebbero accompagnarsi anche più preoccupanti inefficienze allocative (cioè osservabili in seno al mercato in cui *venture capitalists* e imprenditori "si incontrano" e dunque su un piano autenticamente pubblico), che nel lungo termine inciderebbero sulla formazione di nuove relazioni di *business* e

comporterebbero, di conseguenza, una diminuzione della ricchezza generata, a detrimento della collettività nel suo complesso.

La pratica, tuttavia, non sempre obbedisce alla teoria; e nella quotidiana realtà degli affari la *trade sale* presenta due fondamentali profili di problematicità, che possono, in estrema sintesi, dirsi funzione delle scelte opportunistiche cui potrebbero pervenire, a seconda dei casi, l'imprenditore o il *venture capitalist*.

Al riguardo, in linea con le finalità introduttive dei rilievi cui si sta procedendo, valga per ora limitarsi ai sommari rilievi seguenti.

Un primo profilo di problematicità potrebbe emergere se, sfruttando l'intrinseca incompletezza del contratto tra le parti e in particolare la circostanza che esso non può diacronicamente specificare quale in effetti sia in concreto la frazione di ricchezza spettantegli, l'imprenditore, nell'imminenza della *trade sale*, (i) subordinasse la prestazione del proprio consenso all'operazione di trasferimento del controllo totalitario degli *assets* dell'impresa alla rinegoziazione delle regole sulla allocazione del *surplus* cooperativo (c.d. "*hold-up*"); oppure, (ii) alternativamente, si rifiutasse di vendere per beneficiare *pro rata* degli accrescimenti di valore associati al nuovo corso gestionale guidato dall'acquirente (c.d. "*free-riding*").

In ambo i casi, a tali forme di opportunismo conseguirebbe, direttamente o indirettamente, quantomeno una rimodulazione della remunerazione dell'investimento del *venture capitalist*. Negli scenari peggiori, poi, l'opportunismo potrebbe addirittura pregiudicare la possibilità di procedere alla *trade sale*. Si assisterebbe in ogni caso a quelle inefficienze distributive e allocative di cui si è genericamente detto in precedenza, con tutte le conseguenze del caso.

Al fine di prevenire tali inefficienze è allora auspicabile prevedere meccanismi fondanti, alternativamente, il potere del *venture capitalist* di provocare unilateralmente la *trade sale* ovvero, in modo funzionalmente equivalente, il potere dell'acquirente di acquistare "forzatamente" la partecipazione dell'imprenditore il quale sia riluttante a trasferirla.

Pur *ex ante* efficiente, la previsione di tali meccanismi, tuttavia, non è priva di potenziali controindicazioni *ex post*.

Tali meccanismi infatti fondano un potere che vale bensì a scongiurare il problema dell'opportunismo dell'imprenditore, ma che finisce anche per creare i presupposti perché sia il *venture capitalist*, ora, ad agire opportunisticamente: proprio in ciò consiste il secondo profilo di problematicità della *trade sale*.

Potrebbe più precisamente accadere, tra le varie situazioni caratterizzate da un contegno opportunistico che è possibile immaginare, che, pur se in teoria *ex contractu* tenuto ad optare per la *trade sale* solo allorquando tale scelta sia idonea a massimizzare la complessiva ricchezza comune, il *venture capitalist* si risolva nel senso di trasferire il controllo totalitario dell'impresa a fronte di utilità che complessivamente non riflettono il maggiore valore generabile preservandone l'indipendenza: che, cioè, il *venture capitalist* proceda a una *trade sale* distruttiva di valore. Tale esito può osservarsi soprattutto a causa degli incentivi perversi generati dalle preferenze liquidatorie di cui si è sommariamente detto prima, in quanto esse incidono profondamente sulla struttura del *payoff* individuale del *venture capitalist* o sul piano dell'assunzione dell'ottimale livello di rischio, rendendo dal suo punto di vista attraente una *trade sale* che invece risulta ingiustificabile nella prospettiva, contrattualmente "istituzionalizzata", del perseguimento dell'interesse alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune.

Accanto alle *trade sales* distruttive di valore "maligne", cioè funzione di scelte autenticamente opportunistiche, possono però darsi anche *trade sales* distruttive di valore "benigne", cioè funzione dell'esercizio, da parte del *venture capitalist*, di una *termination option* implicitamente dedotta in contratto ed attivabile, in particolare, (i) nelle situazioni in cui la relazione contrattuale con l'imprenditore abbia esaurito il suo corso per via del sopraggiungere dell'ineluttabile momento di vendere sin dall'inizio oggetto di negoziazione; e (ii) nelle situazioni cui la superiorità del valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza è invero funzione di un *upside potential* modesto o addirittura marginale e soprattutto destinato a materializzarsi solo implementando una rischiosissima strategia dalle sparute probabilità di successo, tale da combinare limitate opportunità di creazione di ricchezza con importanti probabilità di attualizzazione di quel *downside risk* a cui solo il *venture capitalist* sarebbe esposto e tale, dunque, che il *venture capitalist* è legittimato a lasciar prevalere il proprio interesse a trasferire

il controllo totalitario degli *assets* invece di preservare l'indipendenza dell'impresa e esporsi ai rischi che ne conseguirebbero.

Da qui, sempre sul piano concettuale, l'esigenza, stante anche l'insufficienza di altri meccanismi di mercato, tra cui in particolare la reputazione, di enucleare una regola eteronoma utile a prevenire le condotte opportunistiche del *venture capitalist* e quindi delle inefficienze distributive e allocative che ne scaturirebbero, sì da poter in definitiva ristabilire la logica contrattuale infranta – ossia di apprestare un apparato rimediale rilevante nella duplice ottica della deterrenza e dell'attuazione forzata delle regole deputate, per scelta volontaria del *venture capitalist* e dell'imprenditore, a governare la propria relazione di *business*.

Tuttavia, se la sussistenza del rischio che il *venture capitalist* potrebbe esercitare le proprie prerogative opportunisticamente vale, per un verso, a giustificare l'enucleazione di una regola di protezione dell'imprenditore, non può sol perciò ignorarsi – come meglio si avrà modo di rilevare – un altro dato, che è il seguente: la conformazione di tale regola deve essere tale da riflettere la circostanza che in certi altri frangenti al *venture capitalist* è senz'altro attribuito *ex contractu* il potere di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore, che, pur non differenziandosi, sul piano del risultato finale, da quella alla quale si sarebbe pervenuti in ragione di una scelta opportunistica, risulta invece pienamente legittima, appunto perché funzione dell'esercizio di puntuali prerogative *ex contractu* – ossia, la *termination option* cui si è già accennato.

Per tali ragioni, un intervento regolatorio che davvero aspiri a garantire il puntuale *enforcement* dell'accordo tra le parti deve esibire una conformazione flessibile, tale, cioè, da essere bensì in grado di tutelare l'imprenditore dal rischio di *trade sales* distruttive di valore maligne, senza però perciò solo essere incapace di tollerare *trade sales* distruttive di valore benigne.

È dal quadro concettuale or ora sommariamente delineato che nell'elaborato si muove per ricostruire, analizzare e valutare la disciplina che governa la *trade sale* negli Stati Uniti e in Italia: per ricostruire, analizzare e valutare, più precisamente, la disciplina che governa la *cash-for-stock merger* dell'esperienza statunitense e la c.d. co-vendita da

trascinamento dell'esperienza italiana, che sono entrambe espressione di quel potere di neutralizzazione del rischio di *hold-up* di cui si è detto poco sopra, funzionalmente equivalenti perché strumentali al trasferimento del controllo totalitario degli *assets* e perciò caratterizzate da una struttura economica idealmente sovrapponibili; e, proprio perciò, possono, nonostante le innegabili differenze sussistenti sul piano formale, essere fatte oggetto di trattazione congiunta, innanzitutto e soprattutto per quanto attiene ai profili concettuali.

Uno dei dati salienti che l'elaborato consentirà di porre in rilievo è che né il diritto statunitense, né il diritto italiano sembrano oggi assoggettare le operazioni tramite cui si perviene alla *trade sale* a una disciplina in grado di assecondare compiutamente le scelte dai privati – *recte*: da *venture capitalist* e imprenditore – consacrate nell'articolato negoziale deputato a regolarne gli interessi, laddove, paradossalmente, ad ostare all'*enforcement* ottimale degli accordi tra *venture capitalist* e imprenditore e dunque alla enucleazione di una risposta regolatoria efficiente sono discipline di diritto societario che, pur pensate per apprestare una protezione dei soggetti diversi esposti alle conseguenze dei soci "in control", mal si adattano, a seconda dei casi per la meccanicità con cui sono applicate ovvero per la rigidità con cui sono teorizzate, alle specificità della relazione in esame.

Al riguardo, basti per ora assai sommariamente rilevare quanto segue.

La disciplina statunitense della *trade sale* è problematica innanzitutto perché prevede, in favore dell'imprenditore che in sede assembleare non abbia votato in favore della *cash-for-stock merger* tramite cui vi si perviene, un *appraisal right* che egli può esercitare anche a fronte di *trade sales* distruttive di valore benigne. La circostanza che, alla luce di un recentissimo arresto giurisprudenziale, i privati possano rinunciare a tale diritto fa tuttavia sì che tale profilo di problematicità sia destinato a risultare "minore" e recessivo rispetto a quello di cui si viene dicendo. Il principale profilo di problematicità della disciplina che negli Stati Uniti governa per diritto pretorio la *cash-for-stock merger* è, infatti, funzione della disciplina dei cc.dd. "*fiduciary duties*" e in particolare dalla disciplina del c.d. "*duty of loyalty*", gravanti sugli amministratori della *venture capital-backed firm*, i cui contenuti

legittimano le corti a fare ostinata applicazione della regola della *value maximization* nell'interesse dei *residual claimants*, che, stante la peculiare struttura finanziaria della *venture capital-backed firm*, si identificano con i *common shareholders* e dunque con l'imprenditore. Con specifico riferimento alla relazione di *business* in essere tra il *venture capitalist* e l'imprenditore, quella regola implica che il primo (*recte*: il consiglio di amministrazione controllato dal *venture capitalist*) debba decidere se procedere alla *trade sale* ovvero preservare l'indipendenza dell'impresa in considerazione dell'idoneità di ciascuna di tali alternative non già a massimizzare la complessiva ricchezza comune, ma a massimizzare il valore *per l'imprenditore*. Tale regime – lo si intende – finisce allora per imporre al *venture capitalist* non soltanto di assecondare l'inclinazione al rischio dell'imprenditore in situazioni in cui ciò comporta la distruzione di una data frazione della complessiva ricchezza comune, ma soprattutto di astenersi da *qualsiasi* operazione di trasferimento del controllo totalitario degli *assets* sol perché distruttiva di valore, precludendogli, dunque, di esercitare specifiche prerogative dedotte invece in contratto, in definitiva e in pratica, inibendo la possibilità di procedere a *trade sales* distruttive di valore tanto maligne quanto benigne.

La disciplina italiana della *trade sale* presenta anch'essa due profili di problematicità fondamentalmente corrispondenti a quelli dell'esperienza statunitense. Un primo e minore problema della disciplina italiana concerne i contenuti dei doveri fiduciari gravanti sul *venture capitalist* in quanto socio trascicante, che allo stato risultano – come si vedrà – incompleti nei contenuti e statici nell'applicazione; ma che è verosimile ipotizzare saranno, nel tempo, soggetti a un processo di “raffinamento” che giustifica la scelta di ritenere tale pur innegabile profilo di problematicità secondario. Il principale profilo di problematicità della disciplina che in Italia governa per diritto vivente la co-vendita da trascinamento è, invece, funzione della scelta degli interpreti, risalente al 2005, di ricondurre tale operazione nel perimetro applicativo del principio di equa valorizzazione, che, per il tramite di una regola conformativa della clausola che fonda il potere del *venture capitalist* di provocare quell'operazione, impone alle parti di disegnare la clausola di trascinamento in modo tale da prevedere, a seconda dell'orientamento cui si aderisca, un *floor* (per effetto della qualificazione della clausola di trascinamento come fonte della disciplina

di una vicenda di disinvestimento forzato analoga, per esempio, alle operazioni di riscatto della partecipazione) ovvero, in alternativa, un diritto di recesso in favore del socio trascinato (per via della qualificazione della clausola di trascinamento come limite alla circolazione assimilabile alla clausola di mero gradimento). Il che – si intende – pone l'imprenditore nella condizione di conseguire utilità pari a quelle incorporate nella propria partecipazione non soltanto, giustamente, in quegli scenari in cui la distruzione di valore sia funzione di scelte opportunistiche del *venture capitalist*; ma anche in quegli altri scenari in cui si era *ex ante* detto disponibile, pur di ottenere supporto dal *venture capitalist*, a patire le conseguenze di una *trade sale* distruttiva di valore. Proteggendo la posizione dell'imprenditore da qualsiasi *trade sale* distruttiva di valore, e dunque a prescindere dalla distinzione tra *trade sales* maligne e benigne, anche tale disciplina – come già in via di default fa quella cui è assoggettata la *cash-for-stock merger* dell'esperienza statunitense – finisce, allora, per apprestare in favore dell'imprenditore una tutela “sovraabbondante”, che, dal punto di vista economico, può comportare una redistribuzione della ricchezza generata dalla relazione contrattuale e dunque una rimodulazione, in negativo, della remunerazione degli investimenti del *venture capitalist*.

Tanto la regola statunitense della *value maximization for the firm's residual claimants*, quanto quella italiana della *equa valorizzazione della partecipazione forzosamente dismessa* rappresentano, dunque, “prodotti normativi” che, nella misura in cui impongono alle parti (*recte*: consentono alle parti di pervenire a esiti analoghi a quelli osservabili nel caso di) una rinegoziazione dei termini contrattuali, risultano fonte di sensibili inefficienze: inefficienze in considerazione delle quali, *ceteris paribus*, i *venture capitalists* potrebbero, allora, essere razionalmente indotti a dirsi disposti a offrire i propri servizi a costi maggiori di quelli che “praticherebbero” altrimenti. Ciò – per quanto già detto ma che qui si impone di sottolineare nuovamente per rimarcare l'importanza di una risposta regolatoria bilanciata – potrebbe in definitiva complicare o addirittura impedire, almeno in certa misura, la formazione di nuove relazioni contrattuali e dunque, più prosaicamente, il finanziamento di nuovi progetti imprenditoriali in grado di generare ricchezza non soltanto per i partecipanti all'affare societario ma per la collettività in generale.



È proprio da tali constatazioni circa la problematicità delle discipline fatte oggetto di disamina che discende l'esigenza, avvertibile in ambo i contesti, di fare la risposta regolatoria oggetto di un'analisi e in parte di una critica utili, rispettivamente, a svelarne le radici e, a seguire, a metterne a nudo i limiti funzionali, nella prospettiva "finale" di agevolare un affinamento della risposta regolatoria attuale, ma non senza pragmaticamente ricercare, nella consapevolezza della lentezza con cui il diritto si evolve (e, dunque e più prosaicamente, sull'assunto della persistenza dello *status quo*) soluzioni pratiche prontamente utilizzabili al fine di neutralizzare, per quanto possibile, le conseguenze derivanti dalle inadeguatezze delle discipline attualmente deputate a governare la *trade sale* negli Stati Uniti e in Italia.

Tutto ciò – è bene ribadirlo – in linea con l'ormai generalmente riconosciuta funzione del diritto societario quale strumento di supporto dell'imprenditorialità e, dunque, nella prospettiva di mettere a disposizione degli operatori economici in un modo o nell'altro un quadro di regole più "*business-friendly*".

## 2. Le finalità

Il presente elaborato si prefigge tre obiettivi.

Il primo e basilare obiettivo è quello di conseguire una più granulare conoscenza della struttura economica del rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore al fine di (i) comprenderne appieno la logica di fondo; (ii) delineare con sufficiente precisione le prerogative dell'uno e dell'altro; e, quindi, (iii) far luce sulle dinamiche osservabili in occasione della *trade sale*, sia *ex ante*, ossia in quella fase ideale in cui il *venture capitalist* non abbia *ancora* il potere di decidere unilateralmente alla *trade sale* ed è perciò esposto al rischio di contegni opportunistici dell'imprenditore; che *ex post*, ossia in quella fase ideale in cui tale potere gli è stato invece conferito ed è perciò in grado di agire opportunisticamente.

Il secondo obiettivo è quello di delineare la disciplina che governa la *trade sale* – recte: la *cash-for-stock merger* e la co-vendita da trascinamento – negli Stati Uniti e in Italia, con riferimento alle quali si procederà alla ricognizione, da un lato, del *case-law* specifico; e, dall’altro lato, alla ricognizione degli orientamenti di notariato, giurisprudenza e dottrina, quali fonti, in ambo i casi, di quel diritto vivente cui si impone di prestare attenzione nell’ottica di comprendere quali in effetti siano le regole cui gli operatori economici, al netto delle “*black letters*”, devono conformarsi.

Il terzo e ultimo obiettivo è quello di analizzare la risposta regolatoria negli Stati Uniti e in Italia, evidenziandone gli eventuali limiti e sforzandosi, pur senza offrire soluzioni definitive, di porre in rilievo taluni elementi in considerazione dei quali sarebbe forse possibile elaborare percorsi argomentativi utili a migliorarla, come pure di segnalare possibili soluzioni pratiche *medio tempore* utili a superarne le correnti disfunzionalità.

Quanto alle finalità ultime della ricerca i cui risultati sono condensati in questo scritto, sia peraltro consentito rilevare come obiettivo dello scritto non sia quello di procedere a una approfondita disamina delle questioni positive e tantomeno dogmatiche che la *trade sale* lascia emergere; ma quello, diverso e – se si vuole – ben più modesto ma certamente altrettanto importante alla luce dello stato embrionale in cui oggi si trova il dibattito in tema, di isolare una serie di elementi utili a inquadrare i problemi di fatto – ad apprezzare meglio, cioè, la fattispecie di riferimento – e, a segnalare i limiti, se si vuole l’irragionevolezza “operativa”, delle discipline vigenti. Ciò al fine di ripensare obiettivi specifici e contenuti di quelle discipline nella prospettiva di migliorarne le funzionalità di strumento di promozione delle attività imprenditoriali.

### 3. La metodologia

Le notazioni che precedono lasciano chiaramente intendere anche quale sia stata la metodologia seguita nell'impostare ed eseguire la ricerca di cui questo elaborato condensa i contenuti.

In primo luogo, si è proceduto, sulla scorta dei basilari insegnamenti della teoria economica dei contratti, alla ricostruzione dei fondamentali contenuti del rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore e alla definizione, in prospettiva *ex ante* ed *ex post*, dei profili fisiologici e patologici della *trade sale* – della fattispecie, se si preferisce. Ciò principalmente al fine di spiegare come, da un lato, l'attribuzione al *venture capitalist* del potere unilaterale di procedere alla *trade sale* risponda a una logica efficientistica che però potrebbe, dall'altro lato, essere esercitato opportunisticamente e generare inefficienze non meno problematiche di quelle osservabili in mancanza di esso, senza al contempo omettere di evidenziare le ragioni per cui l'osservabilità di una distruzione di valore non possa di per sé considerarsi alla stregua di un indicatore di un contegno opportunistico e perciò "rimproverabile".

In secondo luogo, sulla scorta delle indicazioni ricavabili dall'analisi del rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore, si è proceduto, dapprima, alla delineazione di una risposta regolatoria ideale, sulla base degli insegnamenti della teoria economica dei contratti e della teoria della regolamentazione; e, poi, alla dettagliata ricostruzione della disciplina "*on the book*" e "*in action*" che governa la *trade sale* negli Stati Uniti e in Italia. Ciò – è bene precisarlo – al fine di mappare con ragionevole completezza il quadro di regole che ai fini di questo scritto rappresenta, in definitiva, l'oggetto vero della riflessione e di cui è pertanto opportuno tenere presente anche aspetti che, specialmente per quanto attiene all'esperienza italiana, sono in parte sinora rimasti nell'ombra.

In terzo e ultimo luogo, si è fatto la disciplina statunitense della *cash-for-stock merger* e quella italiana della co-vendita da trascinarsi oggetto di analisi e di critica, nell'ottica già segnalata di comprendere se ed entro quali limiti tali discipline siano in grado di apprestare una risposta regolatoria sufficientemente flessibile da riuscire a bilanciare i contrapposti interessi in gioco e di individuare soluzioni utili

nell'immediato, e dunque in attesa che il prodotto normativo si evolva, a superare, se possibile, le imperfezioni che esso allo stato esibisce.

#### 4. La struttura

Oltre a questa introduzione, il lavoro si articola in ulteriori tre capitoli che rispecchiano le scelte fatte sul piano metodologico.

Il capitolo I è preordinato a offrire una sommaria descrizione dell'industria del *venture capital* e dell'organizzazione e del funzionamento delle *venture capital firms*, nonché dei contenuti dei regolamenti privati deputati a regolare i rapporti esistenti in seno alle une e alle altre, rispettivamente, tra investitori e gestori della ricchezza raccolta e *venture capitalists* e imprenditori. Tale parte dell'elaborato risponde principalmente all'esigenza di "contestualizzare" i contenuti di quei rapporti, ossia di definire le caratteristiche strutturali e funzionali delle *venture capital firms* al fine di porre in evidenza gli elementi utili a comprendere appieno le scelte da queste tipicamente assunte all'atto di definire i contenuti della relazione contrattuale con l'imprenditore e così consentire di meglio spiegare i contegni assunti dal *venture capitalist* nel corso di essa. Ciò – come si vedrà – nella prospettiva di delineare un quadro concettuale che consenta di evidenziare in dettaglio i profili di problematicità della *trade sale* sia *ex ante* che *ex post*.

Il capitolo II mira a operare una ricognizione della disciplina che governa la *trade sale* in base al diritto statunitense e in base al diritto italiano: ad illustrare, cioè, le modalità con cui il diritto statunitense e il diritto italiano rispondono ai problemi generati dalle condotte opportunistiche osservabili nel contesto di una *trade sale*. Quanto al primo, si farà riferimento alla disciplina applicabile alla *cash-for-stock merger*, così come risultante dalla combinazione delle scelte sancite nel diritto positivo e delle declinazioni nel tempo offertene dalle corti statunitensi. Quanto al secondo, invece, si farà riferimento alla disciplina della co-vendita da trascinamento, così come ricostruita sulla base delle posizioni assunte nell'ultimo decennio da notariato e giurisprudenza sulla

clausola che fonda il potere di procedervi (la c.d. clausola di trascinamento o di “*drag along*”), nonché delle precisazioni che la giurisprudenza arbitrale ha svolto con riferimento alla posizione “fiduciaria” che il *venture capitalist* riveste nel momento in cui si cura di dare concreta esecuzione al negozio da cui dipende la realizzazione dell’operazione (ossia, più pragmaticamente, all’atto di definire i termini della co-vendita da trascinamento con il terzo acquirente).

Il capitolo III è preordinato a raccogliere alcune riflessioni di carattere analitico e critico con riferimento alle discipline vigenti nei due ordinamenti considerati, con l’obiettivo di offrire una valutazione complessiva delle discipline cui la *trade sale* è soggetta; così come pure di discutere talune soluzioni più o meno utili a superare, forse, le inefficienze attualmente generate da tali discipline e isolare elementi positivi potenzialmente utili nella prospettiva di ripensarne i contenuti.

Chiudono l’elaborato un paragrafo che ne sintetizza i contenuti e alcune notazioni finali volte a tracciare le linee fondamentali della ricerca che verrà.

## 5. Precisazioni concettuali e terminologiche

Prima di procedere oltre si impone, però, di svolgere alcune precisazioni concettuali e terminologiche la cui rilevanza generale nel contesto elaborato impone di formulare sin da ora (mentre altre saranno svolte nel corso dell’elaborato stesso).

Dal primo punto di vista, preme sottolineare che, nel corso di questo elaborato, il termine “contratto” sarà impiegato primariamente nel significato che il termine ha in ambito gius-economico. Ciò vale particolarmente ma non perciò soltanto esclusivamente con riferimento ai contenuti del capitolo primo, che – come si è detto – è preordinato a delineare il quadro concettuale di riferimento e in cui si proietta la relazione tra *venture capitalist* e imprenditore in uno spazio temporaneamente a-giuridico, appunto al fine di stilizzarne i contenuti

dal punto di vista propriamente economico. Tale precisazione appare opportuna al fine di evitare che il lettore avveduto possa avere l'impressione che si dia un'incongruenza tra la scelta metodologica enunciata e la terminologia poi utilizzata: discorrere di “contratto” in un momento pregiuridico potrebbe apparire contraddittorio, se non a condizione di assegnare al termine un significato propriamente economico che consente di guardare al diritto solo in quanto strumento utile ad assicurarne l'*enforcement*. Analoghe considerazioni concernono l'impiego sinonimico dei termini “impresa”, “società” e “azienda”, di cui la letteratura gius-economica tende a fare impiego indistinto.

A proposito dell'utilizzo dell'espressione “contratto di società” o “contratto sociale”, peraltro spesso sostituiti dal mero riferimento al “contratto”, si impone invece di precisare che nel contesto di questo elaborato esso è concepito, in linea con oltremodo noti studi di analisi economica del diritto, alla stregua dell'insieme delle regole di fonte legale e privata regolanti la relazione contrattuale che si svolge in seno all'impresa tra i vari investitori – nel caso di specie, il *venture capitalist* e l'imprenditore: alla stregua, cioè, dell'insieme di regole risultante dalla applicazione del regime legale di *default* nella misura in cui esso, ove possibile, non sia stato derogato da specifiche scelte di *private ordering* dei contraenti. Ciò spiega, in particolare, perché nel contesto di questo elaborato si alluda alla natura contrattuale del “*potere di trasferire il controllo totalitario degli assets dell'impresa*” per indicare sia, con riferimento all'esperienza statunitense, il potere, che trova origine nella legge, di provocare la *cash-for-stock merger* per effetto di una deliberazione degli organi sociali; sia, con riferimento all'esperienza italiana, il potere, che è funzione di specifiche clausole statutarie, di provocare la co-vendita da trascinamento per effetto di una decisione che – come noto – è prerogativa del *venture capitalist* in quanto socio.

Si aggiunga a quanto precede che, soprattutto ma non soltanto ai fini della delineazione del quadro concettuale, si discorrerà di “partecipazione sociale” e di “partecipazioni sociali” per alludere, genericamente, alle partecipazioni del *venture capitalist* e dell'imprenditore in un'ipotetica *venture capital-backed firm*. L'impiego di tale espressione sintetica è resa possibile dal fatto che, ai fini di questo elaborato, la partecipazione rileva in quanto tale, senza che la qualificazione giuridica (*shares*, azioni o quote che siano) si colori di un

generalizzato valore aggiunto. Nondimeno, ove – come risulterà chiaro all’atto di mappare la disciplina cui la *trade sale* ha luogo in base al diritto statunitense e italiano – la qualificazione della partecipazione assume rilievo, non si ometterà di darne atto e trarne le dovute conseguenze (in particolare, e per esempio, ai fini delle opportune distinzioni in punto di criteri di determinazione del valore delle azioni di s.p.a. o della quota di s.r.l. del socio recedente).

CAPITOLO I  
*VENTURE CAPITAL,*  
*VENTURE CAPITAL-BACKED FIRMS E TRADE SALES*

SOMMARIO: SEZIONE A: IL *VENTURE CAPITAL* – 6. Innovazione, crescita e “*financing gap*” – 7. L’industria del *venture capital*. 8. La *venture capital firm* – 8.1. Organizzazione – 8.2. Governo - 8.3. Procedimenti - SEZIONE B: LA *VENTURE CAPITAL-BACKED FIRM* - 9. L’incubatore – 9.1. Investimenti specifici – 9.2. La minaccia della conclusione anticipata della relazione - 9.3. La necessità di una relazione di lunga durata – 10. Struttura economica della relazione e soluzioni private - 10.1. L’obiettivo di fondo: l’allineamento degli interessi - 10.2. Allocazione dei poteri di controllo e *termination option* – 10.3. Allocazione dei flussi di cassa e rischio imprenditoriale – 11. Il disinvestimento e, in particolare, la *trade sale* – 12. Estrazione del valore sinergico e massimizzazione della ricchezza - SEZIONE C: LA *TRADE SALE*: PROBLEMATICITÀ *EX ANTE* - 13. *Trilateral bargaining* e opportunismo dell’imprenditore – 13.1. *Hold-up* - 13.2. *Free-riding* – 14. Implicazioni dell’opportunismo e possibili espedienti – 15. La soluzione (*recte*: le soluzioni) – 15.1. *Full Control Transfer-enabling Devices* – 15.2. *Full Control Acquisition-enabling Devices* – 16. Equivalenza funzionale e massimizzazione della ricchezza. - Sezione D: LA *TRADE SALE*: PROBLEMATICITÀ *EX POST* - 17. La potenziale problematicità della *trade sale* – 18. Gli scenari problematici – 18.1. Le preferenze liquidatorie – 18.1.1. Le funzioni di *payoff* – 18.1.1.1. Struttura finanziaria “*plain vanilla*” – 18.1.1.2. Preferenze liquidatorie non partecipative – 18.1.1.3. Preferenze liquidatorie partecipative – 18.1.2. La *trade sale* distruttiva di valore opportunistica – 18.1.2.1. Scenario 0 – 18.1.2.2. Scenario I – 18.1.2.3. Scenario II – 18.1.3. Segue: La *sideways firm* – 18.1.3.1. Scenario III – 18.1.3.2. Scenario IV – 18.1.4. La posizione finanziariamente “ibrida” del *venture capitalist* – 18.1.5. La *trade sale* distruttiva di valore non opportunistica.



6. Innovazione, crescita e “financing gap”

Almeno a far data da Solow<sup>1</sup> si registra un generale consenso sul fatto che proprio l’innovazione – e non altre forme di accumulo o utilizzo dei fattori della produzione – sia alla base di una sostenibile crescita economica di lungo periodo<sup>2</sup>.

Il termine “innovazione” ha un significato complesso<sup>3</sup>, che, sulla scorta dell’insegnamento schumpeteriano<sup>4</sup>, la letteratura tende a proiettare in almeno cinque diverse dimensioni, a seconda che essa concerna 1) un prodotto, 2) un processo, 3) determinati aspetti di un’organizzazione, 4) la struttura di un dato mercato, ovvero 5) un dato risultato finale<sup>5</sup>.

Qualunque ne sia la natura, l’innovazione ha un valore che tende ad essere funzione, da un lato, della capacità di prestarsi a usi “tecnologici”

---

<sup>1</sup> Cfr. R. SOLOW, *A Contribution to the Theory of Economic Growth* (1956), in *The Quarterly Journal of Economics* 70, pp. 65 ss.; e, per una discussione in merito all’impatto della teoria di Solow sulla ricerca successiva, E. GUNDLACH, *The Solow Model in the Empirics of Growth and Trade* (2007), in *Oxford Review of Economic Policy* 23, pp. 25 ss.

<sup>2</sup> In argomento, cfr. P.M. ROMER, *Endogenous Technological Change* (1990), in *Journal of Political Economy* 98, pp. 71 ss.; e P. AGHION - P. HOWITT, *A Model of Growth through Creative Destruction* (1992), in *Econometrica* 60, pp. 323 ss. Più di recente cfr. anche P. AGHION - P. HOWITT, *Capital, Innovation, and Growth Accounting* (2007), in *Oxford Review of Economic Policy* 23, pp. 79 ss.

<sup>3</sup> Per ogni approfondimento, cfr. J. FAGERBERG - M. SRHOLEC - B. VERSPAGEN, *Innovation and Economic Development*, in B.H. HALL - N. ROSENBERG, *Handbook of the Economics of Innovation. Vol. 2*, Oxford, Elsevier, 2010, pp. V-1256, pp. 833 ss., spec. p. 834.

<sup>4</sup> J.A. SCHUMPETER, *The Creative Response in Economic History* (1947), in *The Journal of Economic History* 7, pp. 149 ss.

<sup>5</sup> See P. MOHNEN - B.H. HALL, *Innovation and Productivity: An Update* (2013), in *Eurasian Business Review* 3, pp. 47 ss., spec. p. 60, ove si descrivono e discutono le varie tipologie di innovazione.

e della ampiezza delle varietà di applicazioni, appunto tecnologiche, cui essa può prestarsi<sup>6</sup>; e, dall'altro, della capacità di scardinare o quanto meno alterare, gli equilibri esistenti sul mercato di riferimento (di essere – si direbbe oggi – più o meno “*disruptive*”<sup>7</sup>).

Il valore di un'innovazione è però per sua natura destinato ad essere meramente potenziale sino al momento in cui sia fatto oggetto di sfruttamento a fini commerciali. Affinché un'innovazione possa generare profitti, infatti, è necessario elaborare una strategia di sfruttamento del potenziale che essa racchiude, immettendo sul mercato un prodotto o un servizio che la incorpori e perciò consenta al pubblico dei consumatori (in senso lato) di beneficiarne<sup>8</sup>: è cioè necessario uno sforzo

---

<sup>6</sup> Il potenziale valore delle “tecnologie di applicazione generale” è ovviamente massimo: cfr. T.F. BRESNAHAN -M. TRAJTENBERG, *General Purpose Technologies “Engines of Growth”?* (1995), in *Journal of Econometrics* 65, pp. 83 ss.; e A. SCHAEFER - D. SCHIESS - R. WEHRLI, *Long-term Growth Driven by a Sequence of General Purpose Technologies* (2014), in *Economic Modelling* 37, pp. 23 ss., ove una lucida illustrazione dell'impatto delle innovazioni di applicazione generale.

<sup>7</sup> Cfr. J.L. BOWER - C.M. CHRISTENSEN, *Disruptive Technologies: Catching the Wave* (1995), in *Harvard Business Review* 73, pp. 43 ss.; e, *amplius*, C.M. CHRISTENSEN, *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*, Cambridge (MA), Harvard Business Review Press, 1995, pp. XI-188. Più di recente, cfr. anche C.M. CHRISTENSEN - M.E. RAYNOR - R. McDONALD, *What is Disruptive Innovation* (2015), in *Harvard Business Review* 93, pp. 44 ss.

<sup>8</sup> Cfr. E.B. ROBERTS, *Managing Invention and Innovation* (2007), in *Research Technology Management* 50, pp. 35 ss.

imprenditoriale<sup>9</sup> e, dunque, l'intervento di un imprenditore "innovativo"<sup>10</sup>.

Pur senza voler negare che questi possa operare e di fatto operi anche in altri contesti<sup>11</sup>, l'"habitat" naturale dell'imprenditore innovativo è tendenzialmente rappresentato dalla piccola impresa<sup>12</sup>: la si chiami "gazella", "ghepardo" o anche – se si vuole sottolinearne anche la rarità – "unicorno", è infatti proprio la "lean startup" di cui parla una ormai classica saggistica a rappresentare la fonte della maggior parte delle innovazioni che l'imprenditoria riesce a utilizzare a scopi commerciali e, proprio perciò, anche la causa efficiente del vantaggio competitivo di una data economia<sup>13</sup>.

---

<sup>9</sup> In tal senso cfr. A.N. LINK - D.S. SIEGEL, *Innovation, Entrepreneurship, and Technological Change*, Oxford, OUP, 2007, pp. IX-219, spec. p. 28. Inutile precisare che il riferimento, nel testo, allo "sforzo imprenditoriale" è scelta da spiegare in ragione della inopportunità di avvalersi di una letterale traduzione del termine "entrepreneurship", che imporrebbe di utilizzare il termine "imprenditorialità". Ci si intende però riferire proprio all'*entrepreneurship*, intesa come "... the manifest ability and willingness of individuals ... to perceive and create new economic opportunities ... and to introduce their ideas to the market in the face of uncertainty and other obstacles by making decisions on location, form and the use of resources and institutions". Tale definizione è ascrivibile a M.A. CARREE - A.R. THURIK, *The Impact of Entrepreneurship on Economic Growth*, in Z.J. ACS - D.B. AUDRETSCHAT, *Handbook of Entrepreneurship Research. An Interdisciplinary Survey and Introduction*, Boston - Dordrecht - London, Kluwer Academic Publishers, 2003, pp. XIII-555, pp. 437 ss., spec. p. 441.

<sup>10</sup> Sempre, però, che all'imprenditore innovativo sia lasciata libertà di azione e che gli sia consentito di asservire la propria intuizione a scopi di arricchimento personale: che, cioè, gli sia fatta possibilità di rischiare, nella prospettiva di potere conseguire quantomeno gran parte del guadagno, come spiegato, con puntuale illustrazione della struttura incentivante cui obbedisce l'inventore che voglia diventare imprenditore, da G. LINDEN - K.L. KRAEMER - J. DEDRICK, *Who Captures Value in a Global Innovation System? The case of Apple's iPod* (2007), in *The Personal Computing Industry Center Working Papers*, pp. 1 ss.

<sup>11</sup> Al riguardo cfr. R.J. GILSON, *Locating Innovation: The Endogeneity of Technology, Organizational Structure, and Financial Contracting* (2010), in 110 *Columbia Law Review*, pp. 885 ss., spec. 901, ove riflessioni sui diversi ambiti in cui può assistersi all'emersione dello sforzo imprenditoriale autenticamente "innovativo".

<sup>12</sup>In tema cfr. Z.J. ACS - D.B. AUDRETSCH, *An Empirical Examination of Small Firm Growth* (1987), in *Economics Letters* 25, pp. 363 ss., ove evidenze empiriche della provenienza della maggior parte delle innovazioni da imprese di piccole dimensioni.

<sup>13</sup> Cfr. M.E. PORTER, *The Competitive Advantage of Nations*, New York, Free Press, 1990, pp. XX-855, spec. p. 125, ove una discussione dell'importanza delle

L'intervento di un imprenditore, tuttavia, è presupposto necessario ma non sufficiente affinché l'imprenditorialità innovativa possa trasformare l'idea in profitto: tale risultato dipende, infatti, da una molteplicità di fattori (c.d. "sistema innovativo"<sup>14</sup>), di cui la componente finanziaria rappresenta – è scontato – un indefettibile pilastro<sup>15</sup>.

Ancorché necessaria, la potenziale disponibilità di risorse finanziarie può però anch'essa essere insufficiente: una molteplicità di fattori, tra cui in particolare l'insuperabile opacità informativa che caratterizza le imprese innovative e l'incertezza che circonda l'attuazione del progetto di *business* su cui esse si basano, incidono sull'efficienza allocativa del mercato dei capitali, impedendo alle imprese innovative di pervenire alla formazione della necessaria provvista finanziaria<sup>16</sup>.

---

imprese innovative nella prospettiva del conseguimento di un vantaggio competitivo da parte di una data economia. Cfr. anche S. BLANK, *Why the Lean Start-up Changes Everything* (2013), in *Harvard Business Review* 91, pp. 63 ss. Per una più recente discussione in tema cfr. J. HALTIWANGER - R.S. JARMIN - R. KULICK - J. MIRANDA, *High-Growth Young Firms: Contribution to Job, Output, and Productivity Growth*, in J. HALTIWANGER - E. HURST - J. MIRANDA - A. SCHOAR (a cura di), *Measuring Entrepreneurial Businesses: Current Knowledge and Challenges*, Chicago, University of Chicago Press, 2017, pp. IX-503, pp. 11 ss. In senso analogo, cfr. anche J. HALTIWANGER - R.S. JARMIN - R. KULICK - J. MIRANDA, *Who Creates Jobs? Small versus Large versus Young* (2013), in *The Review of Economics and Statistics* 95, pp. 347 ss.

<sup>14</sup> Da questo punto di vista il fenomeno dell'innovazione è intrinsecamente "sistemico": cfr. C. EDQUIST, *Systems of Innovation Approaches - Their Emergence and Characteristics*, in C. EDQUIST (a cura di), *Systems of Innovation: Technologies, Institutions, and Organizations*, London, Routledge, 1997, pp. XIV-432, spec. pp. 1-35. Tali conclusioni valgono a sviluppare le intuizioni di A.L. STINCHCOMBE, *Social Structure and Organizations*, in J.P. MARCH, (a cura di), *Handbook of Organizations*, Chicago, Rand McNally, 1965, pp. XX-1247, pp. 142 ss., spec. p. 143.

<sup>15</sup> In argomento, per una affascinante trattazione del tema del modo in cui finanza e diritto interagiscono nella prospettiva di creare le condizioni ottimali per lo sviluppo di idee innovative, cfr. da ultimo, R. COOTER, *The Falcon's Gyre. Legal Foundations of Economic Innovation and Growth* (Berkeley Law Books. 1) (2014), liberamente disponibile all'indirizzo <<https://scholarship.law.berkeley.edu/books/1/>>.

<sup>16</sup> Sul punto, per una discussione sulle cause del problema e sulle possibili soluzioni, cfr. B.H. HALL, *The Financing of Innovative Firms* (2010), in *Review of Economics and Institutions* 1, pp. 1 ss.; e J. LERNER, *The Governance of New Firms: A Functional Perspective*, in N.R. LAMOREAUX - K.L. SOKOLOFF (a cura di), *Financing Innovation in the United States, 1870 to the Present*, Cambridge (MA), MIT Press, 2007, XIII-503, pp. 405 ss., spec. p. 406 ss. Per ogni approfondimento, cfr. invece i contributi raccolti in L. ALEMANY - J.J. ANDREOLI (a cura di), *Entrepreneurial Finance*,

I limiti alla possibilità di pubblicizzare i dettagli del progetto derivanti dall'esigenza di non divulgare le informazioni da cui in definitiva dipende il successo dell'impresa<sup>17</sup> e le difficoltà che il pubblico degli investitori spesso incontra nell'apprezzarne i contenuti e, quindi, coglierne le potenzialità impediscono il ricorso a canali "pubblici" di raccolta dei capitali<sup>18</sup>; mentre la carenza di costanti flussi di cassa in entrata e l'impossibilità di prestare adeguate garanzie possono impedire o quantomeno complicare il ricorso al credito bancario e, più in generale, l'ottenimento di capitale di debito<sup>19</sup>.

Inoltre, il progetto imprenditoriale, a maggior ragione perché innovativo, trova implementazione in un contesto di incertezza multidimensionale che accentua le difficoltà di predirne l'esito<sup>20</sup>: il che,

---

Cambridge, CUP, 2018, pp. XXIV-621, spec. pp. 2-145, ove anche ampie indicazioni bibliografiche.

<sup>17</sup> Cfr. E. BIAIS - E. PEROTTI, *Entrepreneurs and New Ideas* (2008), in *Rand Journal of Economics* 39, pp. 1105 ss., ove una convincente illustrazione delle ragioni per cui si danno idee che non possono essere fatte oggetto di "diffusione" di alcun tipo.

<sup>18</sup> Su questi temi, cfr. su tutti S. GILOTTA, *Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis* (2012), in *European Business Organization Law Review* 13, pp. 45 ss.; L. ENRIQUES - S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Markets Regulation*, in N. MOLONEY - E. FERRAN - J. PAYNE, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, OUP, pp. XIX-795, pp. 511 ss.; e G. FERRARINI, *Corporate Disclosure as a Transaction Cost: The Case of SMEs* (2013), in *European Review of Contract Law* 9, pp. 363 ss.

<sup>19</sup> Al riguardo si parla, piuttosto significativamente, di "innovation debt-penalty": cfr. per tale terminologia per esempio M. COWLINGA - E. UGHETTO - N. LEED, *The Innovation Debt Penalty: Cost of Debt, Loan Default, and the Effects of a Public Loan Guarantee on High-tech Firms* (2018), in *Technological Forecasting and Social Change* 127, pp. 166 ss., i quali, sulla base dell'esame di un importante campione statistico, ravvisano una correlazione positiva tra "innovatività" e "costo del debito". Sul rapporto, a dir poco problematico, tra *startups* e banche, invece cfr. ad esempio G. CASSAR, *The Financing of Business Start-ups* (2004), in *Journal of Business Venturing* 19, pp. 261 ss., spec. p. 262, ove pure dati empirici inequivocabili e molto significativi. Sulle difficoltà che gli imprenditori innovativi incontrano di ricorrere al debito (anche non bancario), cfr. invece G.C REID, *Fast Growing Small Entrepreneurial Firms and Their Venture Capital Backers: An Applied Principal-Agent Analysis* (1996), in *Small Business Economics*, pp. 235 ss., spec. p. 238, ove la descrizione delle ragioni del "fallimento" del ricorso delle *startups* al mercato del credito (in generale).

<sup>20</sup> L'incertezza ha implicazioni su vari versanti: potrebbero per esempio riscontrarsi problemi in sede di implementazione del progetto che potrebbero ritardare o addirittura precludere in modo definitivo la commercializzazione del prodotto o servizio; così come, sempre per esempio, potrebbe darsi che la concorrenza immetta sul mercato un prodotto simile; ovvero ancora che vari l'appetito del mercato di riferimento

dal punto di vista di molti potenziali apportatori di capitale, vale a ridimensionarne l'attrattività.

Non può allora sorprendere il fatto che, in una situazione del genere, anche le imprese più promettenti – imprese che potrebbero in astratto generare importanti innovazioni, lavoro e benessere collettivo – finiscano, una volta che certi espedienti personali (tra cui, per esempio, il

---

in relazione ad un dato prodotto ovvero con riferimento alla classe di essi cui appartiene quello che l'imprenditore intende portare sul mercato. Per riferirsi alla molteplicità di "dimensioni" dell'incertezza che circonda lo sviluppo di un progetto innovativo si parla di "*multidimensional uncertainty*": in tema, cfr. per esempio J.S. McMULLEN - D.A. SHEPHERD, *Entrepreneurial Action And The Role Of Uncertainty in The Theory of the Entrepreneur* (2006), in *Academy of Management Review* 31, pp. 11-25. Per completezza, si precisa che l'incertezza di cui si discorre non è sinonimo di rischio. Spesso si tende, soprattutto nel linguaggio comune, a impiegare il termine "incertezza" in modo inesatto, come sinonimo di "rischio" e più in generale di "rischiosità". In realtà, la rischiosità di una scelta è funzione di fattori che possono condizionarne l'attuazione in senso positivo o negativo e, proprio perciò, risulta misurabile; mentre l'incertezza indica la situazione di inconoscibilità (e, quindi, non misurabilità) del grado di possibilità degli elementi rilevanti nella prospettiva dell'attuazione di quella data scelta. Si pensi, per fare un esempio, a due squadre di calcio composte da noti calciatori che di lì a breve si confronteranno in una partita di cui, ovviamente, non è in alcun modo possibile prevedere con certezza l'esito, ma di cui è, al più, possibile, sulla base di certi calcoli statistici che concernono le passate *performances* delle squadre e dei singoli calciatori, prevedere il probabile finale. Se però non fosse dato sapere quali sono i calciatori destinati a scendere in campo, sarebbe impossibile disporre delle informazioni essenziali utili a formulare qualsiasi sensato pronostico. È in questo tipo di situazioni che si parla di "incertezza". Si potrebbe a questo punto pensare che "incertezza" è termine riferibile al "rischio ignoto", ma tale accostamento è anch'esso inesatto. Si può parlare di incertezza solo per richiamare le situazioni in cui mancano completamente le informazioni; mentre si parla di rischio ignoto per riferirsi alle situazioni in cui, pur essendo le informazioni di base disponibili, non si perviene alla identificazione del fattore di rischio, che pertanto resta "ignoto". La più importante implicazione della distinzione appena tratteggiata è che il rischio – e solo il rischio, non anche l'incertezza – è misurabile ed entro certi limiti anche gestibile. Per quanto qui rileva, ad ogni modo, basti soltanto segnalare come, nella misura in cui il successo dell'impresa è funzione del rischio imprenditoriale, che a sua volta è funzione della combinazione tra rischio e incertezza, le regole (anche private, cioè di origine negoziale) utili a mitigare il rischio possono anche servire a ripartire le conseguenze derivanti dall'attualizzazione di scenari dovuti all'incidenza (anche) di fattori collegati alla situazione di incertezza in cui il progetto si realizza: lo si dedurrà dalle notazioni circa la *governance* delle imprese finanziate da *venture capitalists* svolte *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 9 ss. Per ogni approfondimento su rischio, incertezza e temi connessi, basti qui rinviare, anche per la interessante rilettura del "classico di riferimento", a R.N. LANGLOIS - M.M. COSGEL, *Frank Knight on Risk, Uncertainty, and the Firm: A New Interpretation* (1993), in *Economic Inquiry* 31, pp. 456 ss.

c.d. *bootstrap financing*<sup>21</sup>) abbiano cessato di funzionare e le più prossime fonti di approvvigionamento finanziario (i “denari” provenienti dai cc.dd. “*family, friends and fools*”<sup>22</sup>) si siano esaurite, per patire una “morte prematura”<sup>23</sup>.

Il progresso tecnologico sta in parte già alterando tali dinamiche, consentendo alle imprese innovative di provvedere alla formazione della provvista finanziaria in modo assai più agevole di quanto avrebbero potuto fare in passato<sup>24</sup>; ma al problema finanziario con cui esse sono

---

<sup>21</sup> “*Bootstrap financing*” è espressione con cui si allude alle molteplici tecniche di finanziamento “contingenti” (dai mezzi di finanziamento personali, come il prestito o la carta di credito, all’utilizzo degli eventuali scarsi flussi di cassa in entrata della *start-up*) di cui l’imprenditore talora si avvale nella fase di avvio dell’impresa per supportarne lo sviluppo, perché, a seconda dei casi, a ciò costretto dalla difficoltà di accedere ad altre e più affidabili fonti di finanziamento o perché, più semplicemente, a ciò indotto semplicemente dalla scelta di preservare, per quanto possibile, controllo assoluto sull’impresa. In tema, cfr. H.E. VANAUKEN - L. NEELEY, *Evidence of Bootstrap Financing among Small Start-Up Firms* (1996), in *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance* 5, pp. 235 ss., spec. p. 236, ove si nota come nella letteratura l’espressione sia impiegata, come già nel testo, per far riferimento a “*highly creative ways of acquiring the use of resources without borrowing money or raising equity financing from traditional sources*”. Per una più ampia discussione in tema e taluni utili dati empirici cfr., invece, H.E. VAN AUKEN, *The Use of Bootstrap Financing Among Small Technology-Based Firms* (2004), in *Journal of Developmental Entrepreneurship* 9, pp. 145 ss. Per una sintetica ma interessante descrizione delle modalità con cui gli *startupper* reperiscono i mezzi finanziari necessari nelle prime fasi di vita dell’impresa, cfr. K. STEFANOVA, *Creative Ways To Raise Money For Your Startup*, in *Forbes*, 10 novembre 2014, disponibile sul sito della rivista all’indirizzo <[www.forbes.com](http://www.forbes.com)>.

<sup>22</sup> In aggiunta ai segnalati espedienti (cfr. *supra*, nt. 21 e testo corrispondente), l’imprenditore si rivolge “preliminarmente” ai soggetti appartenenti alle tre categorie dei cc.dd. “*family, friends, and fools*”, che non di rado finiscono per fornirgli non trascurabili risorse finanziarie nella fase di sviluppo iniziale del progetto imprenditoriale: cfr. per alcuni dati empirici W.D. BYGRAVE - M. HAY - E. NG. - P. REYNOLDS, *Executive Forum: A Study of Informal Investing in 29 Nations Composing the Global Entrepreneurship Monitor* (2003), in *Venture Capital* 5, pp. 101 ss.

<sup>23</sup> È noto come le imprese innovative di nuova formazione vadano spesso incontro a una morte prematura. In tema, anche per gli opportuni riferimenti bibliografici e per un’originale analisi che sottolinea l’importanza, tuttavia relativa, del fattore umano nel prevenire tale esito, cfr., *ex multis*, T. BOYER - R. BLAZY, *Born to Be Alive? The Survival of Innovative and Non-innovative French Micro-start-ups* (2014), in *Small Business Economics* 42, pp. 669 ss.

<sup>24</sup> A dispetto dei dubbi per lungo tempo avanzati in merito all’efficace impiego delle nuove tecnologie per favorire la formazione del capitale delle imprese innovative (cfr., per esempio, anche per gli opportuni riferimenti bibliografici, J.E. FISCH, *Can Internet Offerings Bridge the Small Business Capital Barrier?* (1998), in *The Journal of*

normalmente costrette a misurarsi nelle prime fasi di sviluppo aziendale continuano prevalentemente a provvedere i cc.dd. “*venture capitalists*”<sup>25</sup>.

## 7. L’industria del *venture capital*

Nata negli Stati Uniti negli anni ‘40 da un’idea di Ralph Flanders, Georges Doriot e Arthur Rock<sup>26</sup>, l’industria del *venture capital*, pur se di recente presa di mira da una controversa ma apparentemente fortunata

---

*Small & Emerging Business Law* 2, pp. 57 ss.), il c.d. *crowdfunding* – anzi il c.d. *crowdinvesting* – sta in effetti rivelandosi utile nel supportare lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali. In argomento, cfr., su tutti, i contributi raccolti in D.J. CUMMING - L. HORNUF (a cura di), *The Economics of Crowdfunding. Startups, Portals, and Investor Behavior*, London, Palgrave MacMillan, 2018, pp. XVII-283; e J. ARMOUR - L. ENRIQUES, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts* (2018), in *Modern Law Review* 81, pp. 51 ss.

<sup>25</sup> L’espressione “*venture capitalists*” sembra di primo acchito alludere a persone fisiche. In realtà, l’espressione richiama entità organizzate come intermediari finanziari, ossia quelle *venture capital firms* (di cui si dirà meglio *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 8) in seno alle quali ovviamente operano, in qualità di responsabili della gestione, persone fisiche che hanno particolari competenze in materia di selezione e valutazione di imprese innovative di nuova formazione e che, nelle comunità di riferimento, finiscono poi per essere erroneamente ritenuti i veri e propri “*venture capitalists*”. I *venture capitalists* di cui si parla nel contesto di questo elaborato sono da tenere distinti dai cc.dd. “*business angels*”, quali investitori che, siccome anch’essi specializzati nel fornire supporto alle imprese innovative di nuova formazione, sono spesso considerati “*venture capitalists*”, ma sono dalla letteratura più correttamente considerati *venture capitalists* “informali”: cfr. per ogni precisazione al riguardo A. WONG - M. BHATIA - Z. FREEMAN, *Angel Finance: the Other Venture Capital* (2009), in *Strategic Change* 18, pp. 221 ss.; e soprattutto V. RAMADANI, *Business Angels: Who They Really Are* (2009), in *Strategic Change* 18, pp. 249 ss.

<sup>26</sup> Cfr. per un’ampia e affascinante narrazione S.E. ANTE, *Creative Capital: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital*, Boston, Harvard Business School Press, 2008, pp. XIX-299. Un sintetico resoconto della storia del *venture capital* si ritrova anche in P. GOMPERS P - J. LERNER, *The Venture Capital Revolution* (2001), in *Journal of Economic Perspectives* 15, pp. 145 ss., spec. pp. 146 ss.; e in G.W. FENN - N. LIANG - S. PROWSE, *The Private Equity Market: An Overview* (1997), in *Financial Markets, Institutions & Instruments* 6, pp. 1 ss., spec. pp. 10 ss.



letteratura<sup>27</sup>, continua ancora oggi a essere considerata come l'industria dei "finanziatori dell'innovazione"<sup>28</sup>.

Il successo e, prima ancora, la stessa esistenza dell'industria del *venture capital* possono, a ben vedere, dirsi funzione delle imperfezioni strutturali del mercato dei capitali<sup>29</sup>.

Le scienze economiche insegnano che l'efficienza informativa – se e nei limiti in cui possa essere riscontrata nel mondo reale<sup>30</sup> – è presupposto dell'efficienza allocativa<sup>31</sup>, laddove, poi, corollario di tale

---

<sup>27</sup> Sul lato "oscuro" dell'industria del *venture capital* si concentra, fornendo spunti a tratti forse unilaterali ed in parte eccessivi ma nel complesso meritevoli di considerazione e sicuramente interessanti, D. KLONOWSKI, *The Venture Capital Deformation. Value Destruction through the Investment Process*, New York, Palgrave Macmillan, 2018, pp. XIX-331.

<sup>28</sup> I *venture capitalists* sono da ritenersi certamente "responsabili" dell'implementazione di moltissimi progetti innovativi. Sulla correlazione tra disponibilità di finanziamenti da parte di *venture capitalists* e i livelli di innovazione registrabili in un dato contesto cfr., da ultimo, W. BREUER - A. PINKWART, *Venture Capital and Private Equity Finance as Key Determinants of Economic Development* (2018), in *Journal of Business Economics* 88, pp. 319 ss. Altri, più noti contributi in argomento sono J. LERNER, *Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation* (2002), in *87 Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, pp. 25 ss., spec. p. 25, disponibile sul sito della *Federal Reserve* all'indirizzo <[www.frbatlanta.org](http://www.frbatlanta.org)>; e S. KORTUM - J. LERNER, *Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation* (2000), in *Rand Journal of Economics*, pp. 674 ss.

<sup>29</sup> È in tal senso che possono essere lette le conclusioni di una cospicua parte della letteratura economica: cfr. su tutti R. AMIT - J. BRANDERA - C. ZOTTA, *Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence* (1998), in *Journal of Business Venturing* 13, pp. 441 ss.; e U. MASAKO, *Banks Versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation* (2004), in *Journal of Finance* 59, pp. 601 ss.

<sup>30</sup> In letteratura è controverso se possano darsi mercati informativamente efficienti: cfr. S.J. GROSSMAN - J.E. STIGLITZ, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets* (1980), in *American Economic Review* 70, pp. 393 ss. Quella parte della letteratura che dà alla questione soluzione positiva distingue tre diverse forme di efficienza: "debole", "semi-forte" e "forte", a seconda che i prezzi di mercato riflettano tutte le informazioni pubblicamente disponibili concernenti eventi passati, riflettano tali informazioni e vi si adeguino istantaneamente o riflettano anche le informazioni private. Per un'aggiornata revisione della produzione letteraria in argomento, cfr. da ultimo S. PALAN, *Bubbles and Crashes in Experimental Asset Markets, Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems*, Berlin-Heidelberg, Springer, 2009, pp. X-171, spec. pp. 11 ss.

<sup>31</sup> Cfr. in particolare K. ARROW - G. DEBREU, *Existence of Equilibrium for a Competitive Economy* (1954), in *22 Econometrica*, pp. 265 ss.

tesi è che la deviazione dal modello di pronta e completa circolazione delle informazioni in un dato mercato sarebbe inevitabilmente destinata a riverberarsi sulla valutazione del merito dei singoli progetti e quindi, in ultima analisi, su *an* o quantomeno *quomodo* del finanziamento dei progetti<sup>32</sup>.

Infatti, l'impossibilità di discernere tra buoni e cattivi progetti, peraltro accentuati dalla già segnalata opacità delle imprese innovative<sup>33</sup>, condurrebbe a una situazione di generalizzata incertezza in merito alle reali qualità di ciascuna singola opportunità di investimento: situazione in considerazione della quale gli apportatori di capitale sarebbero allora disponibili a supportare l'opportunità di investimento soltanto a condizioni che ne rifletterebero la qualità "media"<sup>34</sup>.

Tali dinamiche, tuttavia, comporterebbero un più o meno sensibile trasferimento di ricchezza dai progetti più promettenti in favore di quelli meno promettenti<sup>35</sup>: proprio in considerazione di tale *penalty*, i proponenti dei progetti di qualità superiore alla media potrebbero ricercare soluzioni di finanziamento alternative, abbandonando quel dato

---

<sup>32</sup> Sul punto, in generale, cfr. P. SPENCER, *The Structure and Regulation of Financial Markets*, Oxford, OUP, 2000, pp. VIII-270, pp. 10 ss., spec. p. 11, ove la lucida illustrazione delle imperfezioni strutturali dei mercati finanziari nella prospettiva della individuazione delle possibili ragioni per un intervento regolatorio volto a correggerle. Per quanto concerne gli "ostacoli" ad un'efficiente allocazione delle risorse riscontrabili nel mercato dei capitali di debito e di rischio per via delle asimmetrie informative esistenti in seno a essi tra apportatori e prenditori di capitali, cfr. G. HUBBARD, *Capital Market Imperfections and Investment* (1998), in 36 *Journal of Economic Literature*, pp. 193 ss.

<sup>33</sup> Cui si è accennato in precedenza: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 6.

<sup>34</sup> Sul punto cfr. l'ampia e lucida analisi di M. WHINCOP, *The Gap into Governance*, in ID.(a cura di), *Bridging The Entrepreneurial Financing Gap: Linking Governance With Regulatory Policy*, London-New York, Routledge, 2002, pp. XI-212, pp. 1 ss., spec. pp. 1-3.

<sup>35</sup> B. HAAR, *Venture Capital Funding for Biotech Pharmaceutical Companies*, in T. EINHORN (a cura di), *Spontaneous Order, Organization and the Law. Roads to a European Civil Society - Liber Amicorum Ernst-Joachim Mestmaecker*, Heidelberg, 2003, pp. XXIV-459, pp. 157 ss., spec. p. 162.

mercato che potrebbe perciò essere soggetto a perniciosi fenomeni di graduale c.d. “lemonizzazione”<sup>36</sup>.

È proprio in contesti del genere che vengono allora ad esistenza i presupposti per l’operatività di *intermediari* che, sfruttando economie di scala e alta specializzazione, selezionano e monitorano le opportunità di investimento al fine di “produrre”, “impacchettare” e “disseminare” le informazioni che sul mercato non sono “naturalmente” disponibili<sup>37</sup>, ma da cui l’esistenza di quel determinato mercato non può di fatto fare a meno<sup>38</sup>, posto che esse sono imprescindibili per pervenire a una adeguata valutazione del merito di ciascun singolo progetto e, quindi, per prezzarlo efficientemente.

---

<sup>36</sup> I “lemons” (da noi, “bidoni”) nel gergo commerciale statunitense sono le automobili usate che si rivelano difettose solo dopo l’acquisto. In letteratura, si parla di lemonizzazione di un mercato per riferirsi a quel fenomeno per effetto del quale, a causa delle asimmetrie informative, può peggiorare la qualità generale dei prodotti offerti sul mercato, al punto da incentivare coloro che offrono prodotti di alta qualità ad abbandonarlo, lasciandolo “preda” dei prodotti di bassa qualità. In tema cfr. G. AKERLOF, *The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism* (1970), in 84 *Quarterly Journal of Economics*, pp. 488 ss.

<sup>37</sup> L’esistenza degli intermediari finanziari trova nelle asimmetrie informative tra apportatori e prenditori di capitali un presupposto fondamentale (cfr. H. LELAND - D. PYLE, *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation* (1977), in 32 *Journal of Finance*, pp. 371 ss., spec. p. 371; ma anche T. CAMPBELL - W. KRACAW, *Information Production, Market Signaling, and the Theory of Financial Intermediation* (1980), in 35 *Journal of Finance*, pp. 863 ss., spec. p. 863); laddove però è poi la circostanza che essi svolgono le funzioni di raccolta e elaborazione delle informazioni e di monitoraggio delle opportunità di investimento in modo centralizzato e traendo vantaggio da economie di scala e specializzazione (cfr. B. HAAR, *cit.*, p. 163) e, quindi, a costi relativamente inferiori a quelli che altrimenti i singoli investitori dovrebbero sopportare a porli in una posizione di relativo vantaggio (cfr. X. FREIXAS - J.-C. ROCHET, *Microeconomics Of Banking*, Cambridge (MA), MIT Press, 1997, pp. XX- 312, spec. p. 29) e, in definitiva, a giustificarne e consentirne l’operatività (cfr. D. DIAMOND, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring* (1984), in 51 *Review of Economic Studies*, pp. 393 ss., spec. p. 393).

<sup>38</sup> Cfr. ancora G. AKERLOF, *cit.*, ove la notazione secondo cui il naturale ed ineluttabile epilogo del processo di lemonizzazione del mercato è l’estinzione del mercato stesso.

Ad intermediare, nello specifico, tra apportatori e prenditori di capitali con riferimento ai progetti imprenditoriali innovativi sul mercato privato dei capitali sono appunto le cc.dd. *venture capital firms*<sup>39</sup>.

## 8. La *venture capital firm*

A dispetto della disinvoltura con cui talora si utilizza il sintagma *venture capital* (che viene spesso impiegato come locuzione sinonimica di *private equity*<sup>40</sup>), l'espressione, se rigorosamente impiegata nel suo autentico e perciò "classico" significato, allude a quel limitato novero di intermediari finanziari specializzati nel supportare lo sviluppo di imprese di nuova formazione, incentrate su un progetto di *business* ad alto contenuto tecnologico, altamente "scalabile"<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> In tema, cfr. Y.-S. CHAN, *On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information* (1983), in 38 *Journal of Finance*, pp. 1543 ss., spec. p. 1544. Sia consentito precisare che il termine "intermediari finanziari" è qui impiegato per riferirsi a tutti quegli operatori economici che facilitano lo scambio tra soggetti con differenti informazioni, preferenze di liquidità, tolleranza al rischio e altre caratteristiche. Nella categoria figurano certamente anche quegli intermediari specializzati nello svolgimento di un'attività che non sarebbe altrimenti accessibile al pubblico generale degli investitori, come è appunto a dirsi per l'investimento in società i cui titoli non siano negoziati su un mercato "pubblico", come appunto è a dirsi per le *venture capital firms*. Al riguardo, per ogni precisazione, cfr. R.C. MERTON, *A Functional Perspective of Financial Intermediation* (1995), in *Financial Management* 24, pp. 23 ss., spec. pp. 24-28.

<sup>40</sup> Le *venture capital firms* svolgono una funzione identica a quella delle *private equity firms*: cfr. D.J. CUMMING - S.A. JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting*, London, Elsevier, 2014 (2a ed.), pp. XXIV-756, spec. pp. 2-4. A dispetto di talune funzionali e anche strutturali similitudini (che si riflettono sui contenuti dei regolamenti negoziali impiegati al livello del fondo e delle *portfolio companies*: su cui cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 9 ss.), il *business* del *venture capital* è decisamente diverso da quello del *private equity* in generale. Per gli opportuni approfondimenti in merito alle ragioni dell'insuperabilità della differenza tra *venture capital* e *private equity* si rinvia a A. METRICK - A. YASUDA A., *Venture Capital and Other Private Equity: A Survey* (2011), in *European Financial Management* 17, pp. 619 ss., spec. pp. 620 ss.

<sup>41</sup> Sull'esatto significato dell'espressione "*classic venture capital*" cfr. P.A. GOMPERS - J. LERNER, *The Venture Capital Cycle*, Boston, MIT Press, 1999, pp. IX-

Il *business* del *venture capital* ha – come noto – natura ciclica: in un periodo di tempo che varia da 3 a 10 anni, si provvede alla costituzione del fondo, all’attività di raccolta dei capitali, alla selezione degli investimenti, al *closing* delle operazioni di finanziamento delle singole *portfolio companies*, all’assistenza in favore dei vari imprenditori e, a seconda delle condizioni delle singole imprese, alla liquidazione dell’investimento che è strumentale alla restituzione agli investitori dei capitali precedentemente apportati maggiorati di un ritorno del 25-35% per anno, nella prospettiva – si intende – di liquidare il fondo precedentemente costituito e restituire agli investitori gli investimenti effettuati, nella speranza che la gestione del processo induca questi ultimi ad investire nuovamente la propria ricchezza nel nuovo fondo che sarà intanto stato creato e che entrerà presto nella fase di *capital raising*<sup>42</sup>.

Pur nella piena consapevolezza della complessità che caratterizza le *venture capital firms* sotto il profilo strutturale e funzionale, appresso se ne offre – in linea con quanto qui strettamente importa<sup>43</sup>– una

---

375, at p. 19. Ciò non toglie, peraltro, che, in seno alla categoria del “*classic venture capital*” si dia spazio per varie distinzioni: in seno a quell’industria, infatti, imprese di *venture capital* del tutto “indipendenti” competono con divisioni di aziende specializzate in “*corporate venture capital*”; *venture capital firms* altamente specializzate in un dato settore tecnologico si contrappongono a *venture capital firms* “generaliste”; e imprese di *venture capital* che focalizzano esclusivamente su progetti imprenditoriali “*high-tech*” si giustappongono ad altre che, invece, valutano anche la possibilità di effettuare investimenti in aziende “*low-tech*”. Al riguardo, cfr. per esempio W.D. BYGRAVE, *The Structure of the Investment Networks of Venture Capital Firms* (1988), in *Journal of Business Venturing* 3, pp. 137 ss.; e O. SORENSON - T.E. STUART, *Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments* (2001), in *The American Journal of Sociology* 106, pp. 1546 ss.

<sup>42</sup> Cfr., su tutti, B. ZIDER, *How Venture Capital Works* (1998), in *Harvard Business Review* 66, pp. 131-139, spec. p. 133; e, *amplius*, R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience* (2003), in *55 Stanford Law Review*, pp. 1067 ss., spec. pp. 1084 ss.

<sup>43</sup> Ciò nella prospettiva – è bene precisare sin da subito – di sottolineare quegli elementi rilevanti al fine di rendere apprezzabile il c.d. “*braiding effect*” di cui ha per primo parlato R.J. GILSON, *Engineering, cit.*, p. 1099: con l’espressione si allude al rapporto di interconnessione strutturale e funzionale esistente tra la disciplina pattizia che governa, in seno alla *venture capital firm*, i rapporti tra investitori e gestori e la disciplina pattizia che governa, in seno alla *venture capital-backed firm*, i rapporti tra *venture capitalist* e imprenditore. Più precisamente, le notazioni che seguono circa i contenuti delle regole private deputate a governare i rapporti tra investitori e gestori in seno alla *venture capital firm* sono strumentali a evidenziare gli elementi che rilevano nell’ottica dell’apprezzamento di due specifiche caratteristiche del regolamento

panoramica, focalizzandosi su tre aspetti fondamentali: l'organizzazione, la *governance* e i processi di selezione dei progetti imprenditoriali meritevoli di finanziamento e di gestione degli investimenti.

## 8.1. Organizzazione

Sebbene l'organizzazione interna delle *venture capital firms* sia poco conosciuta<sup>44</sup>, la letteratura ha invece avuto modo di precisarne gli aspetti organizzativi esterni<sup>45</sup>.

In termini generali, può dirsi che la *venture capital firm* può assumere due diverse forme, a seconda che il patrimonio in gestione sia formalmente riferibile alla medesima entità che lo gestisce o sia da essa distinto: alla società di investimento si contrappone, così, la società di gestione di uno o più fondi di investimento<sup>46</sup>.

---

contrattuale che disciplina i rapporti tra *venture capitalists* e imprenditori in seno alle singole *portfolio companies*, quali, le scelte in punto di allocazione del rischio imprenditoriale e la naturale preordinazione della relazione al disinvestimento (su cui cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 10 ss.). Proprio l'interazione tra tali elementi spiega, da un lato, l'esigenza di prevedere meccanismi che neutralizzino i profili di problematicità della *trade sale ex ante*, ma anche l'emersione dei profili di problematicità della *trade sale* dal punto di vista *ex post*: su tali temi cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 13 ss.

<sup>44</sup> “*This reflects the facts that venture capital is a form of private equity, and that aspect of private equity is that it is indeed private*”: in tal senso, eloquentemente, S.N. KAPLAN - J. LERNER, *Venture Capital Data: Opportunities and Challenges*, in J. HALTIWANGER - E. HURST - J. MIRANDA - A. SCHOAR (a cura di), *Measuring Entrepreneurial Businesses: Current Knowledge and Challenges*, Chicago, University of Chicago Press, 2017, pp. IX-503, pp. 413 ss., spec. p. 414.

<sup>45</sup> Si è a tal fine mosso soprattutto dall'osservazione delle caratteristiche organizzative delle *private equity firms* in generale: tanto rileva, con notazione relativa all'esperienza statunitense ma che, fondamentalmente, vale anche per il mercato europeo, per V. FLEISCHER, *Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds* (2008), in 83 *New York University Law Review*, pp. 1 ss., spec. pp. 8-9.

<sup>46</sup> Per analoghi rilievi, che si collocano nella prospettiva funzionale qui adottata e che perciò sfuggono a qualificazioni operate sulla scorta del diritto positivo di un dato ordinamento, cfr. J. McCAHERY - L. RENNEBOOG, *Venture Capital Financing of Innovative Firms: An Introduction*, in J. McCAHERY - L. RENNEBOOG (a cura di),

La scelta tra l'una e l'altra forma organizzativa è fortemente condizionata dal fattore regolatorio<sup>47</sup>, ma, indipendentemente dalle scelte organizzative di volta in volta osservabili, il fondamentale problema che viene ponendosi è quello di neutralizzare o quanto meno mitigare i problemi di c.d. “azzardo morale” e c.d. “selezione avversa” normalmente associati alla scelta degli investitori di affidare ai gestori la dinamica allocazione di una parte più o meno significativa della propria ricchezza<sup>48</sup>, con tutte le conseguenze legate agli insuperabili margini di incertezza che circondano qualsiasi relazione di *business*<sup>49</sup>.

## 8.2. Governo

La disciplina che regola i rapporti tra investitori e gestori è affidata a regolamenti contrattuali generalmente assai complessi<sup>50</sup>.

---

*Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*, Oxford, OUP, 2003, pp. XXIII-512, pp. 1 ss., spec. p. 5.

<sup>47</sup> Lo nota in generale S. CASELLI, *Private Equity and Venture Capital in Europe. Markets, Techniques, and Deals*, Oxford, Elsevier, 2010, pp. XXV-342, spec. p. 41 ss. e 59 ss.; e se ne dirà poco meglio *infra*, Capitolo II, *sub* §§ 22 e 24.

<sup>48</sup> Cfr. J. MORLEY, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation* (2014), in *Yale Law Journal* 123, pp. 1228 ss.

<sup>49</sup> Per una essenziale ma chiara introduzione al rapporto tra *contract design* e *deal feasibility* (in generale), cfr. R.J. GILSON - V. GOLDBERG - M. KLAUSNER - D. RAFF, *Building Foundations for a Durable Deal*, in *Financial Times - online edition*, 12 dicembre 2006, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo <[www.ft.com](http://www.ft.com)>, ove appunto si spiega, semplicemente ma lucidamente, come la definizione dei contenuti di qualsiasi contratto rifletta fundamentalmente l'esigenza di affrontare le sfide poste da *moral hazard*, *adverse selection* e *uncertainty*; e come la capacità del contratto di gestire le problematiche che scaturiscono dall'interazione tra tali elementi sia precondizione per la conclusione di un *deal*. Per quanto specificamente attiene alle problematiche emergenti in seno all'industria del *venture capital* tra investitori e gestori, cfr. invece di nuovo D.J. CUMMING - S.A. JOHAN, *cit.*, pp. 2-4.

<sup>50</sup> In tema, nell'ottica funzionale qui rilevante al fine di apprezzare la complessità dell'articolato negoziale che definisce la governance di tali intermediari, cfr. W.A. SAHLMAN, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* (1990), in *27 Journal of Financial Economics*, pp. 473 ss., *passim*; K. LITVAK, *Venture Capital*

Per quanto qui rileva, basti soffermarsi su quattro specifiche regole private costantemente inserite nel regolamento negoziale che governa il rapporto tra investitori e gestori e che, pur se con modalità differenti e in misura diversa, sono tutte preordinate ad allineare gli interessi di investitori e gestori, quali quelle che (i) pongono a carico dei gestori un obbligo di co-investimento; (ii) stabiliscono le modalità e i vincoli rilevanti nella prospettiva delle decisioni dei gestori in merito all'impiego della ricchezza gestita; (iii) definiscono le regole sulla remunerazione dei gestori; e (iv) fissano la data di cessazione del rapporto entro cui, quindi, i gestori saranno tenuti a restituire agli investitori il capitale da questi apportato<sup>51</sup>.

Una prima caratteristica saliente del regolamento negoziale in discorso è la c.d. “*co-investment rule*”, in virtù della quale – semplificando massimamente – i gestori del fondo sono obbligati a investire una non trascurabile parte della propria ricchezza, che generalmente si aggira intorno all'1% del capitale gestito, nell'impresa comune. Il fine ultimo di tale regola è – lo si intuisce – quello di esporre direttamente i gestori alle conseguenze delle proprie scelte gestorie e, in tal modo, creare le condizioni per un allineamento ottimale degli interessi delle parti da almeno due punti di vista: prudenza gestoria e diretta esposizione al rendimento del portafoglio di investimenti<sup>52</sup>.

Una seconda caratteristica saliente del detto regolamento è che esso normalmente contiene previsioni volte a limitare l'importo che i gestori possono destinare a un singolo progetto, generalmente identificato richiamando una data percentuale della complessiva ricchezza gestita. Oltre, ovviamente, a prevenire il rischio che le scelte di investimento dei gestori denotino un subottimale livello di diversificazione, questo genere di previsioni sono anche strumentali a indurre i gestori ad allocare *ab initio* i fondi disponibili e quindi, pur indirettamente, a evitare che essi

---

*Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements* (2009), *University of Chicago Law Review*, 76, pp. 161 ss.; e N HÜTHER - D.T. ROBINSON - S. SIEVERS - T. HARTMANN-WENDELS, *Paying for Performance in Private Equity: Evidence from VC Partnerships* (TAF Working Paper 30/2017) (2017), disponibile sul sito del Social Sciences Research Network all'indirizzo <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>.

<sup>51</sup> Cfr. K. LITVAK, *Venture Capital*, cit., p. 161.

<sup>52</sup> *Id.*, p. 163.



possano cedere alla tentazione di salvare un'impresa apportando nuovo capitale oltre quello già “promesso” all'inizio<sup>53</sup>.

Una terza caratteristica saliente dello stesso regolamento che risulta diffusamente osservabile è l'insieme di regole concernenti la determinazione della remunerazione dei gestori del fondo, che – anche in questo caso, semplificando al massimo – si regge sulla previsione di (i) una “*management fee*” e di (ii) un c.d. “*carried interest*”<sup>54</sup>.

La *management fee* si spiega in ragione dell'esigenza di “garantire” ai gestori del fondo la piena copertura delle spese strumentali alla gestione del fondo, in particolare per quanto concerne la remunerazione base dei gestori del fondo e degli altri soggetti operanti in seno alla *venture capital firm*, ma anche per quanto attiene le procedure di identificazione delle opportunità di investimento e di selezione dei progetti e di effettuazione e monitoraggio degli investimenti effettuati. Normalmente, le *management fees* sono calcolate sulla scorta del riferimento alle dimensioni del fondo e si attestano tra l'1% e il 2,5% dell'importo dei capitali raccolti; esse sono corrisposte su base annuale indipendentemente dalle *performance* del fondo.

Alla componente fissa della remunerazione si aggiunge una componente variabile, la cui funzione è invece quella di incentivare i gestori a individuare i migliori progetti e curare nel modo ottimale gli investimenti effettuati e cui ci si riferisce con l'espressione “*carried interest*”. Tale componente è una percentuale – in genere pari al 20% – dei complessivi profitti generati dal fondo, che è grandezza evidentemente sproporzionata rispetto all'apporto di capitale dei gestori e che però vale a premiarne le capacità *lato sensu* imprenditoriali. Intuibilmente, il *carried interest* vale a rafforzare gli incentivi dei gestori

---

<sup>53</sup> Cfr. per esempio P.A. GOMPERS - J. LERNER, *The Venture Capital*, cit., p. 38, ove si nota che “*these provisions are intended to ensure that the general partners do not attempt to salvage an investment in a poorly performing firm by investing significant resources in follow-on funding*”.

<sup>54</sup> In tema cfr. ancora K. LITVAK, *Venture Capital*, cit., p. 176 ss.; e N. HÜTHER - D.T. ROBINSON - S. SIEVERS - T. HARTMANN-WENDELS, cit., p. 12.

a “pensare e agire” in un’utilitaristica ottica di massimizzazione della ricchezza complessiva<sup>55</sup>.

Una quarta caratteristica del regolamento negoziale in esame è che esso tipicamente contempla una regola che vale a imprimere al rapporto con gli investitori una “scadenza”: una c.d. “*mandatory liquidation provision*” prevede, infatti, che il fondo abbia un termine, che i gestori possono oltrepassare, sempre che il regolamento negoziale lo preveda, una sorta di “proroga” che consenta una certa elasticità nella gestione di quelle situazioni in cui si profilano “*big wins*” e quindi un’estensione dei tempi di operatività del fondo appare un’opzione economicamente attraente e perciò negozialmente giustificabile<sup>56</sup>.

### 8.3. Procedimenti

In quanto “*repeat players*”, le *venture capital firms* costruiscono il proprio successo sulle proprie *performances* passate, che dalla comunità degli investitori sono considerate come un indicatore sintetico delle capacità dei gestori di una data impresa di onorare gli impegni

---

<sup>55</sup> In conformità, dunque, alla “*portfolio logic*” di cui si dirà brevemente *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 8.3.

<sup>56</sup> La logica di questo genere di previsioni è intuitiva: l’accordo prevede un inizio e una fine che rappresentano gli estremi ideali del periodo di tempo durante il quale i gestori dovranno sforzarsi di individuare le opportunità di investimento, effettuare gli investimenti e supportare lo sviluppo dei vari progetti imprenditoriali ed al termine del quale dovranno – si badi bene: non potranno, ma, almeno in linea di massima e dunque fermo restando quanto rilevato in merito alla possibilità di una proroga, dovranno – restituire il capitale agli investitori. Per tali ragioni le previsioni in questione sono direttamente correlate a quelle che, nel contesto del regolamento negoziale che governa i rapporti tra *venture capitalist* e imprenditore in seno alla *portfolio company* attribuiscono al finanziatore i poteri di controllo relativamente alla fase di disinvestimento (di cui si dirà *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 11) e che allo stesso tempo potrebbero però generare acuti conflitti con l’imprenditore (come si dirà ampiamente *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 17 ss.).

precedentemente presi, ma anche come un affidabile predittore delle *performances* future<sup>57</sup>.

Può allora dirsi, seppur semplificando, che il successo di una qualsiasi *venture capital firm* dipende dal modo in cui sono organizzati e gestiti i procedimenti volti a (a) selezionare le opportunità di investimento; (b) regolare i rapporti con gli imprenditori in seno alla *portfolio company* in termini che riflettano il regime di *accountability* cui il *venture capitalist* è soggetto in quanto gestore di ricchezza altrui; e (c) estrarre valore dagli investimenti effettuati nella prospettiva di poter onorare gli impegni presi con gli investitori per quanto attiene ai tempi di restituzione del capitale ricevuto in gestione e ritorni promessi.

La cruciale fase di selezione dei progetti meritevoli di supporto inizia immediatamente dopo aver definito l'entità della ricchezza disponibile<sup>58</sup>, quando il personale altamente specializzato operante presso la *venture capital firm* inizia a scandagliare il mercato per individuare le possibili opportunità di investimento (c.d. "*deal sourcing*")<sup>59</sup>.

La selezione, tuttavia, non è effettuata sulla scorta dell'apprezzamento della "mera" innovatività del progetto imprenditoriale sottostante e della capacità di generare una esponenziale crescita di valore in un breve lasso di tempo (cc.dd. "*high-tech, fast-growing companies*"), ma anche verificando se il progetto presenti

---

<sup>57</sup> Così come *performances* positive consentono agli intermediari di raccogliere capitale a un costo più basso, eventuali *performances* negative possono comportare il sensibile aumento del costo del capitale e, in ipotesi estreme, stante i livelli di competizione osservabili in seno al mercato di riferimento, decretare la "morte" di un dato operatore. Cfr. in argomento nuovamente R.J. GILSON, *Engineering, cit.*, spec. pp. 1090-1091, ove una discussione delle modalità con cui il mercato "apprezza" e "prezza" le *performances* dei gestori dei fondi.

<sup>58</sup> Ossia a seguito della chiusura di raccolta dei capitali.

<sup>59</sup> Per ogni approfondimento al riguardo cfr. D. TETEN - C. FARMER, *Where Are the Deals? Private Equity and Venture Capital Funds' Best Practices in Sourcing New Investments* (2010), in *The Journal of Private Equity* 14, pp. 32 ss., da cui si evince, tra l'altro, che, diversamente da un tempo (comunque non molto lontano), quando le *venture capital firms* "ricevevano" richieste di supporto da parte degli imprenditori, oggi esse adottano un approccio c.d. "proattivo" e, anzi, assegnano a specialisti altamente qualificati funzioni di "*scouting*"; e che proprio tali *venture capital firms* sono quelle che finiscono per distinguersi sul mercato, facendo registrare *performances* superiori o anche molto superiori alla media di mercato.

caratteristiche tali da consentire, al momento opportuno, un disinvestimento tempestivo e profittevole (c.d. “*timely cash-out potential*”)<sup>60</sup>.

Un dato progetto deve cioè esibire un profilo tale da superare non soltanto – come si suol dire nel gergo dei *venture capitalists* – il c.d. “*investment fit test*”, ma anche l’ulteriore e distinto “*investment potential test*”: il primo *test* è volto a verificare se l’opportunità di investimento è in linea con la politica di investimento della *venture capital firm* (e se in seno a essa constano gli specialisti che potrebbero seguire al meglio le varie fasi di implementazione del progetto); mentre il secondo mira ad appurare se l’opportunità di investimento è concretamente perseguibile in ragione di una serie di criteri, tra cui – per quanto appena rilevato – anche quello concernente la veloce scalabilità del progetto e la possibilità di procedere a un profittevole disinvestimento nell’orizzonte temporale prestabilito<sup>61</sup>.

Una volta che un dato progetto sia stato prescelto e che una approfondita *due diligence* abbia confermato la bontà del giudizio complessivo in merito all’opportunità di supportarne lo sviluppo, si procede, sulla scorta dei contenuti di un c.d. “*term sheet*”<sup>62</sup>, a una negoziazione durante la quale – è bene notarlo sin da ora – *venture capitalist* e imprenditore avranno modo di confrontarsi apertamente su

---

<sup>60</sup> Sulla struttura “*exit-oriented*” del processo di selezione, cfr. D.G. SMITH, *The Exit Structure of Venture Capital* (2005), in 53 *UCLA Law Review*, pp. 315 ss. Per una descrizione del processo di selezione seguito dai *venture capitalists* che consente di percepirne la rigorosità, cfr. P. DUBINI, *Which Venture Capital-backed Entrepreneurs Have the Best Chances of Succeeding?* (1989), in *Journal of Business Venturing* 4, pp. 123 ss., spec. p. 123-125; e J. SISKOS - C. ZOPOUNIDIS, *The Evaluation Criteria of the Venture Capital Investment Activity: An Interactive Assessment* (1987), in *European Journal of Operational Research* 31, pp. 304 ss.

<sup>61</sup> Su questi temi cfr. T.T. TYEBJEE - A.V. BRUNO, *A Model of Venture Capitalist Investment Activity* (1984), in *Management Science* 30, pp. 1051 ss., spec. p. 1052 ss.

<sup>62</sup> Il “*term-sheet*” è un documento che delinea i contenuti fondamentali del possibile accordo tra le parti ovvero evidenzia le questioni principali con riferimento alle quali dovrà comunque trovarsi un accordo. Ancorché (almeno in gran parte) legalmente non vincolante, il *term sheet* è, dal punto di vista delle *venture capital firms*, un documento molto importante per via del fatto che denota la serietà dell’impegno che il *venture capitalist* ha deciso di assumere.

una serie di questioni<sup>63</sup>, tra cui – per quanto qui interessa – un rilievo particolare assumono, come la letteratura pratica ha spiegato<sup>64</sup>, sia il tema dell’orizzonte temporale entro cui sviluppare il progetto (e, quindi, del momento del disinvestimento e delle tecniche con cui pervenire a tale risultato), sia il tema dell’allocazione dei proventi di un eventuale *liquidity event* nel caso in cui, nonostante le condivise aspettative di successo, trovino attuazione scenari sfavorevoli<sup>65</sup>.

Alla conclusione dei vari *deals* segue, poi, una fase di “gestione degli investimenti”, durante la quale il *venture capitalist* supporta l’imprenditore prestando, oltre al supporto finanziario, una varietà di servizi che rivestono rilievo cruciale nella prospettiva di consentire un più rapido sviluppo del progetto imprenditoriale<sup>66</sup>; e che – il dato che

---

<sup>63</sup> Si noti che le strutture deputate alla individuazione delle opportunità di investimento (c.d. “*investment analysis and discovery function*”) non sono anche quelle deputate alla decisione concernente l’effettuazione dell’investimento (che generalmente è affidata a un “*investment committee*”) le cui scelte potrebbero divergere: cfr. J.S. PETTY - M. GRUBER, *In Pursuit of the Real Deal: A Longitudinal Study of VC Decision-making* (2011), in *Journal of Business Venturing* 26, pp. 172 ss.

<sup>64</sup> Tali tematiche sono spesso oggetto di contrasti in grado di mettere il *deal* a rischio: con riferimento all’allocazione dei poteri concernenti la fase del disinvestimento ne discute, tra gli altri, D. KLONOWSKI, *cit.*, spec. p. 150; mentre con riferimento alle regole che governeranno la ripartizione della ricchezza generata dalla relazione nell’ipotesi in cui l’impresa sia oggetto di un “*write-off*” o di una “*small exit*”, cfr. S. REE, *Doing Documents vs. Doing Deals. A Lawyer Confronts a Venture Capitalist* (2001), in *Business Law Today* 11, pp. 121 ss., spec. p. 121 s., ove si legge come sia normale vedere nel corso delle negoziazioni “*the venture capitalist’s lawyer ... asking for, in plain English, ... that, if the company is liquidated, the venture capitalist first gets the opportunity to recoup three times his original investment with interest (in the form of dividends) and then, assuming anything is left, also gets to participate in the division of any remaining assets with the common stockholders*”.

<sup>65</sup> Che è poi, fondamentale, il tema della modulazione dei *claims* finanziari e, quindi, della allocazione del rischio imprenditoriale su cui si tornerà ampiamente in seguito: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 10 ss. ma anche §§ 17 ss.

<sup>66</sup> Per una lucida illustrazione di questa prospettiva e una discussione utile a disvelare le ragioni di fondo per cui si impone un superamento della visione tradizionale secondo cui il *venture capitalist* apporterebbe, almeno fondamentale, risorse finanziarie (pur se “*smart*”); e per cui è già invero possibile un ripensamento del modo in cui, sul piano concettuale, gli investitori di una *start-up* interagiscono in seno a essa J.A. MCCAHERY - E.P.M. VERMEULEN - A.M. BANKS, *Venture Capital 2.0: From Venturing to Partnering*, in D.J. CUMMING (a cura di), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford, OUP, 2012, pp. XXI-1031, pp. 211 ss., *passim*.

merita di essere da subito enfatizzato – è governata *in toto* dalla logica tipica della gestione di un portafoglio di investimenti<sup>67</sup>.

Naturalmente, sia in ragione delle promesse fatte agli investitori, sia nella prospettiva di segnalare al mercato la propria capacità di generare gli attesi ritorni, i gestori non potranno che assumere le decisioni utili a massimizzare il *ritorno complessivo* degli investimenti<sup>68</sup>. Al fine di generare un risultato utile a far registrare una *performance* in linea con le medie di mercato e perciò ad onorare gli impegni presi con gli investitori, è in linea di massima sufficiente che il 10-20% delle imprese supportate da una *venture capital firm* nel corso di un dato ciclo di investimenti siano dei “*winners*”<sup>69</sup>.

Il perseguimento di tali obiettivi dipende anche dalle scelte fatte in punto di conformazione degli investimenti nelle *portfolio companies*, vale a dire, dal modo in cui sono allocati i poteri di controllo e i flussi di cassa in base alle pattuizioni negoziali tra il *venture capitalist* e i singoli imprenditori, che è appunto il tema su cui ci si viene ora soffermando diffusamente.

---

<sup>67</sup> Cfr. per esempio R.J. GILSON, *Engineering*, *cit.*, pp. 1084-1085 e 1091-1093.

<sup>68</sup> In tema, per una basilare discussione e alcuni utili esempi pratici, cfr. C. WITONSKY, *How Venture Capital & Private Equity Firms Determine Pre-Money Valuations*, in *Falcon – A Venture Capital Firm*, 2 gennaio 2017, disponibile all’indirizzo <https://www.falconllc.com/how-venture-capital-private-equity-firms-determine-pre-money-valuations/>, ove – tra l’altro – la notazione secondo cui “*Venture firm investment outcomes run the gamut from grand slams, to home runs, to triples, doubles, singles to the walking dead and finally, to the dearly departed. So, if the overall average is a 15% return, they need to look for 25% to 35% IRRs to cover their poor performers*”.

<sup>69</sup> Che, poi, è esattamente quanto di regola accade: cfr. B. ZIDER, *cit.*, spec. p. 136, ove si nota come si diano 10-20% di “*winners*”, 10-20% di “*losers*” e 60-80% di “*average firms*”.

## 9. L'incubatore

### 9.1. Investimenti specifici

In generale, alla base di un qualsiasi investimento vi è – come noto – il razionale convincimento degli investitori che la combinazione delle complementarità degli *assets* (in senso lato<sup>70</sup>) apportati possa generare una frazione di ricchezza ulteriore (c.d. *surplus* cooperativo<sup>71</sup>)<sup>72</sup>. E la

---

<sup>70</sup> I rilievi svolti nel testo impongono di precisare, innanzitutto, che il termine “*assets*” è utilizzato per riferirsi a qualsiasi apporto di utilità potenzialmente rilevante nella prospettiva del perseguimento della finalità di produzione del *surplus* cooperativo. Appare inoltre opportuno precisare che in questo elaborato ci si riferisce agli investimenti cc.dd. “cooperativi”, come quella categoria di investimenti tipicamente effettuati nel contesto di relazioni in cui, almeno in linea di massima, gli interessi delle parti sono allineati in quanto coincidenti con l’implementazione di strategie volte a massimizzare la ricchezza complessiva e ripartirla secondo date regole di allocazione del *surplus* così generato.

<sup>71</sup> Il *surplus* cooperativo si lascia definire, con riferimento alle relazioni che si concludono con uno scambio tra le parti, come “*the value created by moving the resources to a more valuable use*” (cfr. R. COOTER - U. ULEN, *Law & Economics*, New York, Pearson, 2012 (6a ed.), pp. XII-555, spec. p. 75), laddove però in un’accezione più generale – che consente certamente di impiegare l’espressione nel modo in cui la si utilizza nel testo – esso coincide con la frazione di ricchezza generata dalla cooperazione tra due o più soggetti (per cooperazione, naturalmente, dovendosi intendere sia quella che si esaurisca nello scambio, sia quella che si realizzi attraverso una serie di atti coordinati nel corso di un più ampio periodo di tempo).

<sup>72</sup> In generale, per taluni spunti sulla strumentalità dei contratti organizzativi, tra cui, in particolare, quello di società, ad allocare poteri decisionali nella prospettiva della massimizzazione della ricchezza complessiva e a definire le regole sulla ripartizione del *surplus* cooperativo cfr., in generale, W.A. KLEIN - J.C. COFFEE Jr. - F. PARTNOY, *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles*, New York, Foundation Press, 2010 (11a ed.), pp. XV-476, spec. pp. 45 ss.; e, per un approfondimento, S.M. WANGER - A. EGGERT - E. LINDERMAMM, *Creating and Appropriating Value in Collaborative Relationships* (2010), in *Journal of Business*

relazione tra un *venture capitalist* e un imprenditore<sup>73</sup>, indipendentemente dalla forma giuridica che si sceglie di adottare, non sfugge a questa basilare logica economica<sup>74</sup>.

---

*Research* 63, pp. 840 ss. Sul punto, per ora oggetto di generica enunciazione, si avrà comunque modo di tornare in seguito: cfr, infatti *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 10 e 12.

<sup>73</sup> Al riguardo si impongono due precisazioni. La prima precisazione è la seguente: nella precedente sezione (cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 6 ss.) si è discusso di *venture capital firm* nella prospettiva di delinearne caratteristiche strutturali, organizzative e procedurali: l'espressione, perciò, si giustificava in ragione dell'oggetto della discussione che si identificava, appunto, con l'impresa in cui operano i gestori e cui gli investitori destinano una parte delle proprie risorse. In questa sezione, invece, si ricorrerà (anche) alla diversa espressione "*venture capitalist*" che, fermo restando quanto già in precedenza rilevato in merito all'opportunità di evitarne una lettura "antropomorfica" (cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 8), si identifica pur sempre con la *venture capital firm*, considerata, tuttavia, non già in sé ma nella fase in cui essa interagisce con l'imprenditore in seno alla *venture capital-backed firm*. La seconda precisazione è invece la seguente: ci si riferirà, per semplicità, all'"imprenditore", ma si intenderà richiamare, invece, il *team* imprenditoriale, la cui esistenza, diversamente da uno o più "co-fondatori" e dunque "co-imprenditori", è fondamentale nella prospettiva della creazione di una relazione con un *venture capitalist*, in quanto, dal punto di vista di quest'ultimo, è essenziale poter fare affidamento, nel caso in cui uno dei membri del *team* sia colpito da eventi di qualsiasi genere, sugli altri, nella prospettiva della continuazione dell'impresa. Si tratta di una legge non scritta cui, però, gli addetti ai lavori si riferiscono spesso: cfr. per esempio, C. CHANG, *The Comprehensive Guide To Raising Good Seed Capital*, in *Spring - Making Impact Entrepreneurship Mainstream*, 8 maggio 2018, disponibile all'indirizzo <<https://spring.is/blog/the-comprehensive-guide-to-raising-good-seed-capital/>>.

<sup>74</sup> Per un ragionamento concernente le società a base personale ma invero applicabile (a *fortiori* alla luce delle puntuali riflessioni di P. MARITI - R.H SMILEY, *Co-operative Agreements and the Organization of Industry*, in P.J. BUCKLEY - J. MICHIE (a cura di), *Firms, Organizations and Contracts*, Oxford, Oxford University Press, 1996, pp. XIII-475, pp. 276 ss.) ai contratti organizzativi in generale (e, quindi, anche a quello di società), cfr. J. FARRELL - S. SCOTCHMER, *Partnerships* (1998), in *Quarterly Journal of Economics* 103, pp. 279 ss, spec. pp. 279-281; ma anche, nuovamente, S.M. WANGER - A. EGGERT - E. LINDERMAMM, *cit.*, pp. 841 ss. e più in generale *passim*. Si è d'altro canto pienamente consapevoli del fatto che la creazione di una società si spiega anche in virtù dell'esigenza di beneficiare degli effetti dell'incorporazione, come spiegato da H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *Organizational Law as Asset Partitioning* (2000), in *European Economic Review* 44, pp. ss. In questa sede, però, si guarda al contratto di società come incubatore degli investimenti effettuati dalle parti (secondo quanto teorizzato da E.B. ROCK - M.L. WACHTER, *Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in the Close Corporation* (1999), in *The Journal Of Corporate Law* 1999, pp. 913 ss.; ma per un'impostazione simile v. anche, tra gli altri, G. DARI-MATTIACCI - O. GELDERBLOM - J. JONKER - E.C. PEROTTI, *The Emergence of the Corporate Form* (2017), in *The Journal of Law, Economics, and*



D'altro canto, se, da un lato, l'entità del *surplus* cooperativo che ci si attende da tale relazione rappresenta la fondamentale grandezza in considerazione della quale i soci definiscono la misura dell'apporto di capitale (puramente finanziario ovvero umano) da destinarvi<sup>75</sup>, vi è anche, dall'altro lato, la considerazione che la produzione di tale *surplus* spesso dipende dall'effettuazione di investimenti specifici, ossia di investimenti il cui valore, al di fuori della relazione in cui sono stati effettuati, sarebbe per definizione inferiore a quello che esso hanno nel contesto della relazione stessa o addirittura nullo<sup>76</sup>.

---

*Organization* 33, pp. 193 ss.) e perciò il tema della correlazione tra *asset partitioning* e *corporate contract* può essere ignorato.

<sup>75</sup> Il dato è talmente noto da essere spesso richiamato dalla letteratura senza che si renda necessario provvedere all'indicazione della benché minima bibliografia: sul punto, comunque, cfr., peraltro per una applicazione particolarmente rilevante ai fini che qui interessano, M.S. SAEZ LACAVE - N.B. GUTIERREZ, *Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-along and Drag-along Clauses* (2010), in 11 *European Business Organization Law Review*, pp. 423 ss., spec. p. 428, ove il rilievo secondo cui, nelle relazioni destinate – come quella tra *venture capitalist* e imprenditore – un periodo di permanenza e un momento utile al disinvestimento, le parti idealmente definiscono l'entità degli investimenti da effettuare in funzione dell'entità del *surplus* che la relazione è in grado di generare in prossimità del momento del disinvestimento.

<sup>76</sup> L'esempio classico di relazione che comporta investimenti specifici è il matrimonio: in tema cfr. su tutti G. BECKER, *A Theory of Marriage: Part I* (1973), in 81 *Journal of Political Economy*, pp. 813 ss.; e ID., *A Theory of Marriage: Part II* (1974), in 82 *Journal of Political Economy*, pp. 11 ss. Anche le relazioni di *business* a carattere cooperativo comportano l'effettuazione di investimenti specifici. La letteratura in tema è oggi ampia: cfr. E.B. ROCK - M.L. WACHTER, *cit.*, *passim*; J.K. MACEY, *Externalities, Firm-specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes* (1989), in *Duke Law Journal* 1989, pp. 173 ss.; M.M. BLAIR, *Locking-in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century* (2003), in 51 *UCLA Law Review*, pp. 387 ss.; L.A. STOUT, *On the Nature of Corporations* (2005), in *University of Illinois Law Review* 2005, pp. 253 ss.; e M.M. BLAIR - L.A. STOUT, *Specific Investment: Explaining Anomalies in Corporate Law* (2006), in *The Journal of Corporation Law* 2006, pp. 719 ss. Si danno numerosi altri contesti in cui la presenza di investimenti specifici è difficilmente percepibile, ma comunque rilevabile. Ad esempio, basti pensare ad un lavoratore che acquista o costruisce casa vicino al posto di lavoro; una società che investe in strutture utili solo per un singolo cliente; una società che sviluppa un prodotto specifico utile per le esigenze di un singolo cliente; ecc. Al riguardo, nella prospettiva di saggiarne l'ubiquità, cfr., per esempio, A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Management Entrenchment: The case of Manager-specific Investments* (1989), in *Journal of Financial Economics* 25, pp. 123 ss.; e A.I. ROKKAN - J.B. HEIDE - K.H. - WATHNE, *Specific Investments in Marketing Relationships: Expropriation and Bonding Effects* (2003), in *Journal of Marketing Research* 40, pp. 210 ss. Vi sono poi esempi "estremi", come quello

Ciò vale specialmente nelle prime fasi di sviluppo aziendale<sup>77</sup>, durante le quali l'idea di *business* deve ancora “prender forma” e ai partecipanti all'affare allora si impone, nell'ottica di agevolare l'evento da cui dipende la produzione dei profitti dell'impresa (cioè la commercializzazione del prodotto o servizio) non già di combinare meccanicamente il contributo “geniale” dell'imprenditore e risorse finanziarie<sup>78</sup>, ma di unire all'alacre lavoro dell'imprenditore<sup>79</sup> anche

---

concernente l'impiegato di una società specializzata nella elaborazione di *software* per la gestione della fiscalità d'impresa che, nell'espletamento delle proprie funzioni, è costretto ad acquisire un insolito mix di conoscenze concernenti la programmazione informatica e il diritto tributario che, ovviamente, è difficile “riciclare” in combinazione in altri contesti. Cfr. al riguardo, E.P. LAZEAR, *Firm-Specific Human Capital: A Skill-Weights Approach* (2009), in *Journal of Political Economy* 117, pp. 914 ss., disponibile sul sito del *National Bureau of Economic Research* all'indirizzo <[www.nber.org](http://www.nber.org)>, spec. p. 915, ove l'esempio pocanzi richiamato.

<sup>77</sup> Cfr. nuovamente E.B. ROCK - M.L. WACHTER, *cit.*, spec. p. 919, nt. 14, ove si spiega come soprattutto il successo delle imprese di nuova formazione dipenda da una varietà di investimenti specifici effettuati “*inside and outside the firm*”.

<sup>78</sup> Il supporto finanziario che i *venture capitalists* forniscono varia a seconda della fase di sviluppo in cui si trova l'impresa che usufruisce di tale supporto. Così, si tende a distinguere tra “*seed money*” (per riferirsi al supporto che il *venture capitalist* fornisce per testare e implementare una nuova idea), “*start-up capital*” (per riferirsi agli apporti strumentali, alla pianificazione delle spese correlate allo sviluppo del prodotto o servizio e alla pianificazione delle relative attività di commercializzazione); “*first-round capital*” (per richiamare le iniezioni di capitali correlate alla produzione su scala industriale e alla vendita del prodotto o servizio); “*second-round capital*” (per riferirsi a imprese in fase di lancio che siano già nella fase di commercializzazione del prodotto ma non abbiano ancora conseguito profitti); “*third-round capital*” (o “*mezzanine financing*”, per riferirsi ai capitali per consentire la crescita ulteriore di una società matura); e, infine, “*fourth-round capital*” (o “*bridge financing*”, utilizzato per il finanziamento della quotazione). Il dato è di dominio pubblico e perciò si prescinde da richiami bibliografici di sorta.

<sup>79</sup> In termini più ampi, dal proprio “capitale umano”, espressione coniata da Gary Becker per esprimere sinteticamente l'idea che si danno una molteplicità di lavori e attività che implicano la disponibilità di capacità e conoscenze inerenti alla persona che al fine di acquisirli abbia fatto degli investimenti. Cfr. G.S. BECKER, *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*, New York, Columbia University Press, 1965, pp. XVI-187. Sul capitale umano apportato dall'imprenditore nel contesto della relazione con il *venture capitalist* cfr. invece specificamente M.A. UTSET, *High-Powered (Mis)Incentives and Venture-Capital Contracts* (2012), in *7 Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, pp. 45 ss., spec. pp. 61 ss., ove, appunto, una breve discussione in tema. Più in generale, per una interessante illustrazione delle “attività” svolte dagli imprenditori (nella prospettiva di apprezzare l'entità degli investimenti specifici che questi effettuano nel corso della relazione con il *venture capitalist*, cfr. S. MUELLER T. VOLERY- B VON SIEMENS, *What Do Entrepreneurs Actually Do? An Observational Study of Entrepreneurs' Everyday*

l'apporto di altrettanto preziose forme di capitale intellettuale e relazionale da parte del *venture capitalist*<sup>80</sup>.

---

*Behavior in the Start-Up and Growth Stages* (2012), in *Entrepreneurship Theory and Practice* 36, pp. 995 ss.

<sup>80</sup> Per una discussione in merito alla varietà dei servizi “aggiuntivi” forniti dai *venture capitalists*, cfr. W.D. BYGRAVE, *cit.*, *passim*; H.J. SAPIENZA, *When Do Venture Capitalists Add Value?* (1992), in *Journal of Business Venturing* 7, pp. 9-28; e T.J. CHEMMANUR - K. KRISHNAN - D. NANDY, *How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look beneath the Surface* (2011), in *Review of Financial Studies* 24, pp. 4037 ss. Innanzitutto, i *venture capitalists*, vantando una certa *expertise* in uno o più settori industriali, mettono a disposizione degli imprenditori una varietà di importanti informazioni in virtù delle quali l'imprenditore è in grado di meglio apprezzare una serie di caratteristiche dell'ecosistema produttivo e del mercato di riferimento (cfr. al riguardo D.H. HSU, *What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?* (2004), in *The Journal of Finance* 59, pp. 1805 ss., ove si nota come tali intermediari aiutino le *portfolio firms* a scandagliare il mercato e l'ecosistema produttivo di riferimento con maggiori capacità analitiche). Oltre a porre l'imprenditore al riparo dai rischi tipici del “novello”, da ciò l'imprenditore trae beneficio anche all'atto di rimodulare, ove necessario, l'organizzazione interna dell'azienda in modo tale da allocare in modo più consapevole ruoli e responsabilità (cfr. W.A. SAHLMAN, *cit.*, p. 475), rendendola “più professionale” (cfr. T. HELLMANN - M. PURI, *Venture Capital and the Professionalization of Startup Firms: Empirical Evidences* (2002), in *The Journal of Finance* 57, pp. 169 ss., ove evidenze empiriche della correlazione positiva tra la presenza nella compagine sociale di un *venture capitalist*, una serie di “*professionalization measures*” – tra cui la predisposizione di politiche per la gestione delle risorse umane, l'adozione di piani di *stock options* e il reclutamento di persone con alta specializzazione nel campo del *marketing* – e i risultati finanziari di tali imprese). A tali accorgimenti si aggiunge la tendenza dei *venture capitalists* ad adottare un approccio attivo (cioè, “*hands-on*”) che tende a produrre sull'imprenditore una virtuosa pressione a generare valore (cfr. L. BOTTAZZI - M. DA RIN - T. HELLMANN, *Who are The Active Investors? Evidence from Venture Capital* (2008), in *Journal of Financial Economics* 89, pp. 488 ss.) e facilita un'esponenziale crescita aziendale in un breve periodo di tempo (cfr. C.M. MASON - R. HARRISON, *Does Investing in Technology-based Firms Involve Higher Risk? An Exploratory Study of the Performance of Technology and Non-technology Investments by Business Angels* (2004), in *Venture Capital* 6, pp. 313 ss., spec. p. 153). In secondo luogo, i *venture capitalists* facilitano l'accesso degli imprenditori a quegli informali *networks* dai quali sarebbero altrimenti tendenzialmente esclusi (cfr. H.J. SAPIENZA - S. MANIGART - W. VERMEIR, *Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries* (1996), in *Journal of Business Venturing* 11, pp. 439 ss, secondo cui i *venture capitalists* operano anche come mentori e svolgono un ruolo dagli effetti “*networking-enhancing*”). Proprio dall'accesso a tali *networks*, però, dipende la possibilità per l'impresa di stabilire una prima presenza nella comunità di *business* di riferimento (cfr. O. SORENSON - T.E. STUART, *Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments* (2001), in *The American Journal of Sociology* 106, pp. 1546 ss). Inoltre, l'intervento dei *venture capitalists* comporta un “*inter-organizational endorsement*” (cfr. T.E. STUART - H. HOANG - R.C. HYBELS, *Inter-organizational Endorsements and the Performance of Entrepreneurial Ventures* (2009), in *Administrative Science Quarterly* 44, pp. 315 ss.)

È infatti dalla combinazione di tali apporti che, in un’ottica di autentica “*team production*”<sup>81</sup>, dipende la creazione di valore che consegue all’esponentiale crescita dell’impresa in un breve lasso di tempo<sup>82</sup>.

---

che vale a fornire ai vari *stakeholders* un potente segnale in merito alla qualità del progetto, riducendo l’opacità delle imprese di nuova formazione: è questa una delle “*certification functions*” ascrivibili ai *venture capitalists* (a far data da C.B. BARRY - C.J. MUSCARELLA - J.W. PEAVY - M.R. VETSUYPENS, *The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-public Process* (1990), in *Journal of Financial Economics* 27, pp. 447 ss.).

<sup>81</sup> Come ha rilevato D.G. SMITH, *Venture Capital Contracting in the Information Age* (1998), in 2 *Journal of Small & Emerging Business Law*, 133 ss., spec. p. 139, tra l’altro, il successo della relazione tra *venture capitalist* e imprenditore tipicamente presuppone una significativa partecipazione attiva di ambo i soggetti. Tale circostanza impedisce di offrire un’appagante ricostruzione avvalendosi della più nota *agency theory* (su cui v. per un’introduzione generale S.P. SHAPIRO, *Agency Theory* (2005), in *Annual Review of Sociology* 31, pp. 263 ss.) a meno che non la si veda, superando non poche difficoltà, “... *as a relationship with reciprocal agency obligations and thus be more akin to a partnership than to the shareholders-manager relationship in a modern public corporation*”. Quella stessa circostanza suggerisce invece di concepirla alla stregua di “*a ... complex interaction characterized by give-and-take on both sides*”, che, proprio per tale sua natura, rievoca l’idea di “*team-production*” elaborata da una nota letteratura gius-economica: sul punto cfr., su tutti, A.A. ALCHIAN - H. DEMSETZ, *Production, Information Costs, and Economic Organization* (1972), in 62 *American Economic Review*, pp. 777 ss., spec. 779, ove una prima definizione del concetto di “*team production*” come processo che (i) richiede vari tipi di risorse (ii) appartenenti a soggetti diversi dalla cui “*lavorazione*” (in senso lato) (iii) deriva un prodotto o un servizio (che non è il mero risultato di un assemblaggio delle risorse impiegate). La teoria ha – come noto – trovato applicazione anche per spiegare le dinamiche interne alle società: cfr. su tutti M.M. BLAIR - L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law* (1999), in *Virginia Law Review* 85, pp. 248 ss.

<sup>82</sup> Si noti infatti che, fermo restando quanto già rilevato in precedenza (cfr. *supra*, ntt. 77 ss. e testo corrispondente), non può farsi di rilevare come la presenza del *venture capitalist* e del suo apporto di contatti e relazioni facilitino la conclusione di importanti collaborazioni e relazioni commerciali (D.H. HSU, *Venture Capitalists and Cooperative Start-up Commercialization* (2006), in *Management Science* 52, pp. 204 ss.) e persino l’accesso a finanziamenti bancari altrimenti preclusi (D.M. IBRAHIM, *Debt As Venture Capital* (2010), in 2010 *University of Illinois Law Review*, pp. 1169 ss., spec. pp. 1173 e 1184-1187, ove si presentano i *venture capitalists* come “*precursori*” dell’accesso al credito bancario). Per ragioni analoghe, la presenza del *venture capitalist* accresce la capacità dell’impresa di attrarre capitale umano altamente qualificato (cfr. A. DAVILA - G. FOSTER - M. GUPTA, *Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms* (2003), in *Journal of Business Venturing* 18, pp. 689 ss.). Questi risultati, che sono tutti rilevanti anche nell’ottica di un successivo sviluppo dell’azienda (M. SONG - A. DI BENEDETTO, *Supplier's Involvement and Success of Radical New Product Development in New Ventures* (2008), in *Journal of Operations Management* 26, pp. 1 ss.).

## 9.2. La minaccia della conclusione anticipata della relazione

Chiarito come il successo di una *startup* dipenda dalla complementarità degli apporti di *venture capitalists* e imprenditori in una prospettiva che – come si è rilevato – postula non soltanto un’attività di mero “*funding*” o altrettanto semplice “*financing*”, ma, piuttosto, un più complesso processo di “*partnering*”<sup>83</sup>, è appena il caso di precisare che, se il *venture capitalist* e l’imprenditore effettuassero tali investimenti specifici nel contesto di una relazione di *business* “aperta”, potrebbe emergere, in regime di incompletezza contrattuale, un rischio non trascurabile: il rischio, cioè, che l’uno possa minacciare l’altro di voler porre improvvisamente fine alla relazione contrattuale, in vista del conseguimento di una vantaggiosa rinegoziazione delle regole sulla ripartizione del *surplus* cooperativo (c.d. “*hold-up*”)<sup>84</sup>.

Onde evitare di dover far fronte alla perdita delle utilità pari al valore degli investimenti effettuati, che, siccome specifici, non sarebbero del tutto recuperabili (c.d. “*sunk investments*”), il *venture capitalist* o l’imprenditore potrebbero allora accettare di rinegoziare i termini dell’accordo: pur nell’immediato efficiente<sup>85</sup>, il risultato che ne scaturirebbe potrebbe d’altro canto generare conseguenze socialmente inefficienti sul versante allocativo<sup>86</sup>, perché, prefigurandosi quell’esito

---

<sup>83</sup> Cfr. ancora J.A. MCCAHERY - E.P.M. VERMEULEN - A.M. BANKS, *Venture Capital 2.0*, cit., *passim*.

<sup>84</sup> Cfr. O.D. HART - J. MOORE, *Incomplete Contracts and Renegotiation* (1988), in *Econometrica* 56, pp. 755 ss., cui è poi seguita una vasta produzione, tra cui – per quanto qui interessa – si segnala in particolare G. NOLDEKE - K.M. SCHMIDT, *Option Contracts and Renegotiation: A Solution to the Hold-up Problem* (1995), in *RAND Journal of Economics* 26, pp. 163 ss.

<sup>85</sup> La rinegoziazione è *ex post* efficiente: in tema, cfr. di nuovo G. NOLDEKE - K.M. SCHMIDT, cit., p. 165. Tuttavia, essa comporta una ridefinizione delle regole sulla distribuzione del *surplus* cooperativo e perciò una redistribuzione della ricchezza generata e dunque, in definitiva, genera problemi di efficienza distributiva della relazione tra le parti, potenzialmente in grado di incidere sulla efficienza allocativa del mercato di riferimento.

<sup>86</sup> Sui rapporti tra prefigurazione dell’*hold-up* e cd. “*under-investment*”, cfr. P.A. KOSS - B. CURTISEATON, *Co-specific Investments, Hold-up and Self-enforcing Contracts* (1997), in *Journal of Economic Behavior & Organization* 32, pp. 457-470, spec. p. 458, ove il rilievo secondo cui «*[i]f either of the parties refuses to undertake the initial requisite investment(s), a potentially Pareto-improving exchange will not obtain; thus market failure occurs*».

penalizzante, altri potenziali *business partners*, all'atto di definire l'entità dell'apporto da destinare all'iniziativa comune, potrebbero in futuro risolversi nel senso di effettuare investimenti subottimali o, all'estremo, non investire affatto<sup>87</sup>.

### 9.3. La necessità di una relazione di lunga durata

Poiché a conferire credibilità alla minaccia di una parte di porvi fine è il fatto dell'instabilità della relazione derivante dalla scelta di non imprimere a essa una struttura formale, una possibile soluzione al problema – spiegano gli economisti – è rappresentata dalla creazione di una relazione di lunga durata, che è per sua natura idonea a creare quell'effetto di “*lock-in*” utile a neutralizzare sul nascere il rischio associato alla minaccia dell'abbandono. Un simile accorgimento consente di porre gli investitori nella condizione ideale per pianificare il livello di investimenti ottimale esclusivamente in ragione delle potenzialità del progetto (ossia, del *surplus* cooperativo atteso dalla relazione di *business*)<sup>88</sup>.

Una delle soluzioni organizzative idonee a generare tale virtuoso effetto di “imprigionamento” è il contratto di società<sup>89</sup>: operando una

---

<sup>87</sup> Cfr. per esempio E.B. ROCK - M.L. WACHTER, *cit.*, p. 918, ove il rilievo secondo cui il timore derivante dalla instabilità della relazione di *business* e del conseguente rischio di abbandono precoce da parte di uno dei *co-venturers* potrebbe anche indurre una parte a rinunciare potenzialmente in grado di generare un importantissimo *surplus*.

<sup>88</sup> In tema cfr. O.E. WILLIAMSON, *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations* (1979), in *Journal of Law and Economics* 22, pp. 233 ss., spec. pp. 233-261; e ID., *Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange* (1983), in *American Economic Review* 73, pp. 519 ss.; nonché B. KLEIN - R. CRAWFORD - A. ALCHIAN, *Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process* (1978), in *Journal of Law and Economics* 21, pp. 297 ss.

<sup>89</sup> Le soluzioni organizzative utili a tal fine sono molteplici e, nella misura in cui risultano idonee a vincolare allo svolgimento di un'attività in regime di cooperazione per un dato periodo di tempo e prevedono una serie di precetti volti ad allocare i poteri di controllo e a definire i criteri cui attenersi in sede di ripartizione della ricchezza

certa allocazione dei poteri decisionali e definendo i criteri di ripartizione della ricchezza che la relazione si prefigge di generare, il contratto di società consente infatti l'effettuazione dell'ottimale livello di investimenti specifici, senza esporsi al rischio che l'altra possa, a un certo punto, abbandonare il comune progetto nell'aspettativa di profittarne<sup>90</sup>.

## 10. Struttura economica della relazione e soluzioni private

Se dal punto di vista – per così dire – “genetico” e quindi del suo nascere, la scelta di creare una relazione di lungo termine può dirsi strumentale al perseguimento di un virtuoso effetto di *lock-in*, dal punto di vista “esistenziale” e dunque del suo divenire, la scelta di un ipotetico *venture capitalist* e di un ipotetico imprenditore di collaborare si spiega invece nella prospettiva della massimizzazione della ricchezza comune<sup>91</sup>, che, per quanto qui interessa, coincide con il concetto di “*firm value*”<sup>92</sup>.

---

prodotta, esse possono considerarsi funzionalmente equivalenti: cfr. esemplificativamente P. MARITI - R.H SMILEY, *cit.*, pp. 276 ss., ove si discute della *joint-venture* quale forma organizzativa utile a tal fine. Sulla *corporation* e, più in generale, sul contratto di società quale soluzione organizzativa anch'essa utile a tal fine cfr. su tutti E.B. ROCK - M.L. WACHTER, *cit.*, p. 919; e M.M. BLAIR, *Locking-in Capital*, *cit.*, pp. 720 ss. Si noti che, oltretutto, il *venture capitalist*, al fine di rafforzare l'effetto di “imprigionamento” scaturente dal contratto di società, si tutela contro il rischio di un prematuro disinvestimento forzato esigendo l'inserimento nell'articolato negoziale di una ulteriore serie di regole che imporrebbero all'imprenditore un'importante “penalità” nel caso di precoce conclusione del rapporto: in tema si rinvia a D.G. SMITH, *The Exit Structure*, *cit.*, pp. 319 ss.

<sup>90</sup> Su questi temi, nella prospettiva che qui interessa, cfr. su tutti, ancora E.B. ROCK - M.L. WACHTER, *cit.*, p. 920.

<sup>91</sup> Ciò vale per il contratto di società come per qualsiasi altro contratto: cfr. A. SCHWARTZ - R.E. SCOTT, *Contract Theory and the Limits of Contract Law* (2003), in 113 *Yale Law Journal*, pp. 541 ss., spec. p. 550, ove si fornisce una spiegazione basata su ragionamenti attinti dalla teoria dei giochi per illustrare la ragione per cui “*sophisticated parties at the negotiation stage prefer to write contracts that maximize total benefits rather than preferring “a larger share of a smaller pie”*”. Si noti che la prospettiva della massimizzazione della ricchezza comune non risulta affievolita dalle finalità “finanziarie” perseguite dal *venture capitalist*: per una discussione sul tema della creazione di valore nella prospettiva del trasferimento del controllo totalitario di

Come la letteratura gius-economica ha più volte spiegato, la relazione contrattuale è strumentale alla logica della massimizzazione della complessiva ricchezza comune, a prescindere dalle scelte fatte in punto sia di allocazione dei poteri decisionali<sup>93</sup> (i cc.dd. “*control*

---

un’impresa e di come anche il perseguimento di tale eventuale risultato valga a incentivare le parti ad accrescerne il valore, cfr. per esempio J.R. MACEY - D.D. HADDOCK - F.S. McCHESNEY, *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers* (1987), in *Virginia Law Review* 73, pp. 701 ss., spec. p. 708, ove il rilievo secondo cui la prospettiva del miglioramento della curva di utilità individualmente conseguibili in futuro dalla eventuale cessione di un dato *asset* potenzia gli incentivi del soggetto che lo controlla ad accrescerne nel tempo presente il valore. La “*value maximization norm*”, però, rappresenta una regola di *default*, nel senso che essa sarebbe stata altrimenti negoziata tra le parti: cfr. C.J. GOETZ - R.E. SCOTT, *The Mitigation Principle. Toward a General Theory of Contractual Obligations* (1983), in 69 *Vanderbilt Law Review*, pp. 967 ss., spec. p. 971. Proprio perciò si presume che essa rifletta la volontà delle parti, ma le parti possono, se del caso, rimpiazzarla con un’altra regola che ne rifletta i *desiderata*. Cfr. A. SCHWARTZ, *The Default Rule Paradigm and the Limits of Contract Law* (1993), in 3 *Southern California Interdisciplinary Law Journal*, pp. 389 ss., spec. p. 390, ove un’illustrazione dei profili di divergenza concettuale tra “*default rules*” e “*immutable rules*”); e p. 399, ove si nota che quando una regola di *default* non riflette più i *desiderata* delle parti, la sua esistenza induce le parti a negoziare termini più favorevoli; infatti, le regole di *default* sono “*enacted to solve problems for parties, so it follows that parties whose problems are not solved should be free to create their own deal*”).

<sup>92</sup> Con riferimento a una *startup*, siccome “*lean*” e generalmente incapace di ricevere finanziamenti bancari e in generale credito, è plausibile assumere, ai fini che qui interessa, che il valore dell’impresa, assenti altri soggetti cui siano imputabili *cash-flows*, è da intendersi come valore della somma dei *cash-flows* associati alle partecipazioni di *venture capitalist* e imprenditore, la massimizzazione del *firm value* coincide con la massimizzazione della ricchezza complessiva di imprenditore e *venture capitalist*.

<sup>93</sup> La *value maximization norm* si impone – come accennato nel testo – a prescindere dall’allocazione dei poteri di controllo concretamente osservabile e dalle regole che disciplinano la ripartizione del *surplus* cooperativo generato dalla relazione contrattuale. Al riguardo, appare opportuno svolgere una precisazione. Si muova, sul punto dalla premessa, che ciascun contratto prevede una data allocazione dei poteri di controllo, perché dalle parti ritenuta la più adatta a minimizzare la somma dei più noti “*agency costs*” e dei meno studiati “*principal costs*”: cfr. Z. GOSHEN - R. SQUIRE, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance* (2017), in *Columbia Law Review* 117, pp. 767 ss. Sulla scorta di tale premessa, si noti che, indipendentemente dalle scelte fatte dalle parti (nei limiti in cui è ciò consentito) e comunque dall’assetto di poteri risultante dall’interazione tra scelte di *private ordering* e discipline legali, ciascuno dei poteri di controllo che originano dal contratto deve comunque essere esercitato in vista dell’obiettivo ultimo della massimizzazione della ricchezza complessiva. Tali rilievi preludono alle notazioni che si avrà modo di svolgere *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 15, al fine di illustrare le ragioni per cui il potere di provocare la *trade sale* che *ex contractu* è attribuito al *venture capitalist* sia strumentale alla massimizzazione della ricchezza complessiva a prescindere non soltanto dalla



*rights*”<sup>94</sup>), sia di definizione dei criteri di distribuzione della ricchezza generata<sup>95</sup>.

---

forma dell’operazione che l’esercizio di quel potere vale ad attivare, ma anche dalla circostanza che il *venture capitalist* abbia una partecipazione di maggioranza o di minoranza (distinzione – questa – comunque dal rilievo a dir poco impreciso nel contesto delle *venture capital-backed firms*: cfr. sul punto brevemente *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 10.2).

<sup>94</sup> Per “*control right*” la letteratura intende “*the right for a party (or group of parties) to affect the course of action in certain circumstances once the firm has gotten started*”: così J. TIROLE, *A Theory of Corporate Finance*, Princeton, Princeton-Oxford, Princeton University Press, 2006, pp. XIX-599, pp. 387 ss., spec. p. 388. La prima teorizzazione formale in tema risale a S. GROSSMAN - O. HART, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration* (1986), in *Journal of Political Economy* 94, pp. 691 ss. In seno alla categoria dei poteri decisionali la letteratura internazionale tende a operare una serie di distinguo (cfr. di nuovo J. TIROLE, *cit. supra*, in questa nota, p. 387), tra cui, per quanto qui interessa, rilievo speciale assume la contrapposizione dei poteri decisionali “specifici”, ossia concernenti determinate questioni, al potere decisionale “residuale”, che è locuzione impiegata per far riferimento, invece, a qualsiasi altro potere decisionale che non sia stato oggetto di puntuale allocazione. Cfr. K. FOSS - N.J. FOSS, *Understanding Ownership: Residual Rights of Control and Appropriable Control Rights* (DRUID Working Papers 99-4 - DRUID, Copenhagen Business School, Department of Industrial Economics and Strategy/Aalborg University, Department of Business Studies) (1999), disponibile all’indirizzo <<https://pdfs.semanticscholar.org/932e/a6fe54503555b4fb54211dbb16a0103b702b.pdf>>, p. 1, ove il rilievo secondo cui per “*residual control right*” si intende “*the right to determine the uses of assets under circumstances that are not specified in a contract*”; per una definizione simile (invero complementare, perché formulata “in negativo”), si richiama ancora una volta J. TIROLE, *cit.*, p. 76. Cfr. per un autorevole tentativo di traduzione, C. ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2011, I, p. 182; e, a dimostrazione del successo di quel tentativo, pure, tra i tanti, M. MOZZARELLI, *Business Covenants e governo della società finanziata*, Milano, Giuffrè, pp. IX-157, spec. p. 65, nt. 14.

<sup>95</sup> La notazione, che potrebbe apparire superflua (visto che si tratta di un dato scontato negli studi di finanza aziendale), si rende opportuna in ragione delle peculiarità della struttura finanziaria della *venture capital-backed firms*, che in certi casi può condurre a un’allocazione non meramente proporzionale della ricchezza generata dalla relazione contrattuale. Se ne dirà meglio in seguito quando si discuterà delle preferenze liquidatorie: cfr. *infra*, *sub* §§ 10.3 e anche 18.1. Cfr. sul punto W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory of Preferred Stock* (2013), 161 *University of Pennsylvania Law Review*, pp. 1815 ss., spec. pp. 1884-1886, ove si nota (con riferimento all’esperienza statunitense, in base al diritto societario del Delaware) come l’esercizio (da parte dell’organo amministrativo) dei poteri di controllo sia preordinato alla massimizzazione della ricchezza complessiva indipendentemente da come essa potrebbe essere distribuita (muovendo dalla premessa che i singoli componenti di quell’organo siano gravati da doveri fiduciari verso l’impresa in quanto tale); ma anche R.P. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End* (2015), in 38 *Seattle U. L. Rev.*, pp. 255 ss., spec. pp. 255-257 e in particolare nt. 7 e testo corrispondente, che, sulla

Ciò praticamente significa che qualunque potere *ex contractu* assegnato al *venture capitalist* o all'imprenditore e, più in generale, qualsiasi contegno, ancorché informale, rilevante nel contesto della relazione di *business* ma in grado di generare conseguenze sulla posizione dall'altro socio occupata nell'impresa (in pratica, sulla ricchezza che questi può trarne) è cioè da intendere come funzionale al perseguimento dell'esclusivo obiettivo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune.

Tuttavia, sebbene all'origine del rapporto sia necessaria la convergenza sulla strumentalità della relazione rispetto a detto scopo ultimo, ciò non vale ad escludere che possano successivamente venire ad esistenza i presupposti di varie forme di opportunismo, che potrebbero incidere più o meno significativamente sull'efficace perseguimento di quell'obiettivo. Come anche in numerosi altri contesti<sup>96</sup>, anche nella relazione tra *venture capitalist* e imprenditore sono infatti osservabili diffusi problemi di *adverse selection* e *moral hazard*<sup>97</sup>.

Innanzitutto, qualunque sia l'entità degli sforzi profusi in sede di selezione dei progetti meritevoli di supporto, il *venture capitalist* non può né conoscere con esattezza quali siano le effettive potenzialità del progetto, né sapere quali siano le capacità dell'imprenditore che si curerà di trasformare tale progetto in un prodotto o servizio commercializzabile<sup>98</sup>. D'altro canto, anche a voler assumere che non si

---

base degli insegnamenti della finanza aziendale, aggancia tale conclusione alla constatata strumentalità dei poteri inerenti all'esercizio dell'impresa alla massimizzazione del valore "*of the firm as whole*".

<sup>96</sup> Cfr. di nuovo R.J. GILSON - V. GOLDBERG - M. KLAUSNER - D. RAFF, *cit.*, p. 49.

<sup>97</sup> Per un'approfondita discussione di questi aspetti del rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore si rinvia, *ex multis*, a D.J. CUMMING - S.A. JOHAN, *cit.*, pp. 38 e soprattutto 80 ss. I problemi richiamati nel testo nel contesto della relazione tra *venture capitalist* e imprenditore assumono peraltro una singolare "bilateralità". Poiché la creazione di valore richiede un "gioco di squadra", che rievoca le dinamiche cui allude la *team production theory*, è ben possibile che ad agire opportunisticamente possa essere il *venture capitalist* come l'imprenditore.

<sup>98</sup> Sui problemi di *adverse selection* che emergono nella fase di *screening* dei progetti e sulla limitata efficacia delle tecniche impiegate per superarli e, quindi, sulla persistenza di dati margini di "ignoranza" da parte del *venture capitalist* in merito alle reali potenzialità del progetto e alle effettive capacità dell'imprenditore, cfr., tra i tanti,

diano problemi di quel genere, il *venture capitalist* potrebbe trovarsi ad avere a che fare con un imprenditore che, a dispetto delle promesse fatte, potrebbe non approfondire gli sforzi ottimali<sup>99</sup>.

La prevenzione o neutralizzazione dei rischi scaturenti da tali elementi è affidata ad un articolato negoziale assai complesso (da molti considerato come l'esempio per eccellenza di "*contract-based governance*"<sup>100</sup>)<sup>101</sup>, di cui, pur nella consapevolezza dell'esigenza di considerarne organicamente i contenuti<sup>102</sup>, in questa sede ci si limiterà

---

R. AMIT - L. GLOSTEN - E. MÜLLER, *Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk-sharing* (1990), in *Management Science* 36, pp. 1232 ss.

<sup>99</sup> Cfr. ancora una volta a D.J. CUMMING - S.A. JOHAN, *cit.*, pp. 82 ss.

<sup>100</sup> Cfr. D.G. SMITH, *The Venture Capital Company: A Contractarian Rebuttal to the Political Theory of American Corporate Finance* (1997), in *Tennessee Law Review* 65, pp. 79 ss., spec. 132, ma anche *passim*. Nello scritto si invoca l'esperienza delle *venture capital-backed firms* al fine di dimostrare come – al contrario di quanto sostenuto dai patrocinatori della tesi in base alla quale l'evoluzione del diritto societario statunitense sarebbe stata tale da indurre un affievolimento delle prerogative dei soci – si diano situazioni in cui i soci, avvalendosi di soluzioni contrattuali, possono conseguire il controllo dell'impresa anche senza acquisire una partecipazione sociale di maggioranza.

<sup>101</sup> La letteratura internazionale in argomento è sterminata: su tutti, anche per la estrema chiarezza con cui ragionamenti (anche complessi) sono esposti, cfr. T.H. MAYNARD - D.M. WARREN, *Business Planning: Financing the Star-up Business and Venture Capital Financing*, New York, Wolters Kluwer, 2014 (2a ed.), pp. XXV-886, cui adde D.J. CUMMING - S.A. JOHAN, *cit.*, pp. 40 e *amplius* 79-105. Per una esposizione più sintetica ma non meno autorevole, cfr. poi W.W. BRATTON, *Corporate Finance. Cases and Materials*. Philadelphia, Foundation Press, 2016 (8a ed.), pp. XXXVI-1401, spec. pp. 859-897. Anche la letteratura domestica se ne è più di recente occupata. In tema cfr., senza pretesa di esaustività, B. SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento* (Quaderno di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia n. 55), 2002, pp. 82; e ID., *Finanziare l'innovazione: il Venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, pp. 821 ss. Più di recente e *amplius*, cfr. invece sia A. ZANONI, *Venture Capitale diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, Cedam, 2010, pp. X-257, *passim*; sia G.A. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, Egea, 2017, pp. XX-387, *passim*. Cfr. però, poco prima, anche E. DAMIANI, *Venture capital e private equity*, Napoli, 2010; e, anche per alcuni significativi dati empirici, cfr. M. RIJA, *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica*, Milano, Franco Angeli, 2013.

<sup>102</sup> È costante nella letteratura in argomento la sottolineatura dell'opportunità di "leggere" il contratto tra *venture capitalist* e imprenditore muovendo dalla considerazione dei contenuti contrattuali complessivi e del dato dell'interdipendenza strutturale e funzionale delle singole parti di cui esso consta. Per esempio v. le

per ovvie ragioni a segnalare soltanto gli aspetti più rilevanti nella prospettiva di questo elaborato.

#### 10.1. L'obiettivo di fondo: l'allineamento degli interessi

L'obiettivo di fondo dell'articolato negoziale tra *venture capitalist* e imprenditore è, naturalmente, quello di creare una struttura incentivante utile a favorire l'allineamento degli interessi delle parti, così da indurre l'imprenditore a approfondire gli sforzi ottimali per implementare il progetto aziendale al meglio delle proprie capacità in vista del fine ultimo di massimizzare la ricchezza complessiva<sup>103</sup>.

È proprio muovendo da tali considerazioni generali che trovano spiegazione una serie di regole contrattuali che in tale contesto possono dirsi socialmente tipiche, tra cui, per esempio, la tecnica del "finanziamento frazionato" (c.d. "*staged financing*")<sup>104</sup> e l'ancoramento della remunerazione degli investimenti medio tempore effettuati dall'imprenditore alla previsione di piani di *stock-options* esercitabili progressivamente<sup>105</sup>.

---

raccomandazioni in tal senso formulate da M. KLAUSNER - K. LITVAK, *What Economists Have Taught Us about Venture Capital Contracting*, in M. WHINCOP (a cura di), *cit.*, pp. 54 ss., spec. pp. 57-58.

<sup>103</sup> Che tale sia il "macro-obiettivo" del regolamento negoziale che disciplina il rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore in seno alla *portfolio company* è sottolineato per esempio da D.J. CUMMING - S.A. JOHAN, *cit.*, p. 102.

<sup>104</sup> La tecnica dello *stage financing* sospinge l'imprenditore verso il raggiungimento degli obiettivi di crescita aziendale da cui dipende l'elargizione di una ulteriore *tranche* di capitale: cfr. S. WANG - H. ZHOU, *Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks* (2004), in *Journal of Corporate Finance* 10, pp. 131 ss.

<sup>105</sup> Il ricorso alle *stock-options* rappresenta invece la tecnica contrattuale tramite cui si permette all'imprenditore di appropriarsi degli accrescimenti di valore medio tempore verificatisi: cfr. per esempio J.H. CHUA - R.S. WOODWARD, *Splitting the Firm between the Entrepreneur and the Venture Capitalist with the Help of Stock Options* (1993), in *Journal of Business Venturing* 8, pp. 43 ss. Per un'interessante spiegazione delle potenzialità e dei rischi delle *stock options* quale tecnica di remunerazione

Ciò rilevato sul piano generale, non può d'altro canto farsi a meno di notare, in termini più specifici, come le regole di cui quel regolamento si compone siano anche preordinate a modulare l'allocazione dei poteri decisionali e dei flussi di cassa in modo del tutto peculiare.

## 10.2. Allocazione dei poteri di controllo e *termination option*

L'articolato negoziale deputato a regolare i rapporti tra *venture capitalist* e imprenditore normalmente prevede una peculiare allocazione dei poteri decisionali che non soltanto sfugge alla tradizionale regola che, almeno in via di *default*, prevede la proporzionalità tra entità della partecipazione al capitale di rischio e poteri decisionali<sup>106</sup>; ma risulta altresì in potenza destinato a variare a seconda degli scenari in concreto osservabili<sup>107</sup>.

---

progressiva dell'imprenditore, cfr. S. GIL, *How to Assign Stock Options in Early-stage Startups*, in *Medium*, 17 marzo 2017, disponibile all'indirizzo <<https://medium.com/jme-venture-capital/how-to-assign-stock-options-in-early-stage-startups-c5dea4a8d2c7>>. Sulla "vetustà" della tecnica, cfr. invece S. JADALLAH, *Stock Options - Why It's Time for Startups to Replace Them*, in *Medium*, 8 agosto 2018, disponibile all'indirizzo <[https://medium.com/@sam\\_96607/stock-options-why-its-time-for-startups-to-replace-them-a38ceec534d5](https://medium.com/@sam_96607/stock-options-why-its-time-for-startups-to-replace-them-a38ceec534d5)>.

<sup>106</sup>Il concetto è brevemente ma lucidamente illustrato, per esempio, da W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., pp. 1874-1875; ma per una approfondita discussione in tema cfr., invece, il noto lavoro di S. KAPLAN - P. STRÖMBERG, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts* (2002), in 69 *Review of Economic Studies*, pp. 1 ss., spec. p. 2.

<sup>107</sup> Si perviene, cioè, a una completa scissione delle regole concernenti la allocazione i diritti sui flussi di cassa da quelle deputate a governare la allocazione dei poteri decisionali: tale "disconnessione" tra poteri e ricchezza, che è costantemente osservabile in seno alle *venture capital-backed firms*, è talora osservabile anche in altri contesti: per esempio, per una discussione delle molteplici tecniche con cui, nelle società che raccolgono capitale presso il pubblico in generale possono pervenire, entro certi limiti, a un risultato analogo, cfr. L. BEBCHUK - R. KRAAKMAN - G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, in R. MOCK, *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, Chicago University Press, 1999, pp. XI-656, pp. 443 ss., spec. p. 445.

Semplificando, può dirsi che il *venture capitalist* lasci all'imprenditore il compito di assumere tutte le decisioni rilevanti, affidando la protezione dei propri interessi primariamente alle previsioni che regolamentano la composizione dell'organo amministrativo e ad una varietà di cc.dd. "*negative provisions*"<sup>108</sup>, che, nel complesso, fanno sì che, all'atto pratico, qualunque sia l'entità delle rispettive partecipazioni, né l'uno né l'altro potrebbero disporre dell'autorità "reale" necessaria per assumere determinate decisioni in piena autonomia.

In pratica, il *venture capitalist* fa affidamento sulla capacità del complesso di regole pattizie di indurre l'imprenditore a approfondire gli sforzi ottimali e acconsente a che sia quest'ultimo a gestire l'impresa, seppur mantenendo il proprio ruolo di supervisore e riservandosi alcune prerogative, ove eventualmente si tratti di assumere decisioni fondamentali o, comunque, in grado di pregiudicare i suoi interessi<sup>109</sup>: è, dunque, l'imprenditore che quotidianamente pone in essere quelle attività da cui dipende lo sviluppo del progetto e, quindi, la creazione di valore.

Tale assetto di poteri, che implica una sorta di libertà gestionale condizionata, persegue anch'esso obiettivi di incentivazione dell'imprenditore analoghi a quelli che – come rilevato poco sopra<sup>110</sup> – animano molteplici altre previsioni contrattuali. Esso, però, non è immutabile, ma è destinato a resistere solo a condizione che, come da programmi, al *venture capitalist* sia dato osservare un progressivo accrescimento del valore dell'impresa o quantomeno il non peggioramento delle *performances* aziendali, che, siccome considerati

---

<sup>108</sup> Eventi che sono solitamente coperti da *control rights* negative sono lo scioglimento e la liquidazione della società; la vendita o la fusione ovvero ancora il trasferimento di rami d'azienda o di tutta l'azienda; modifiche statutarie; l'emissione di titoli privilegiati nei pagamenti; la distribuzione di utili nella forma di dividendi; i mutui oltre una certa soglia; modificazioni nel numero dei componenti l'organo gestorio. Queste misure protettive hanno quale conseguenza quella di dotare il *venture capitalist* di un potere di veto utile a proteggere il suo investimento

<sup>109</sup> In argomento, per ogni approfondimento, con particolare riferimento al tema dell'intensità e degli effetti dell'attività di "presente" monitoraggio posta tipicamente in essere dai *venture capitalists* sino a che gli indicatori delle *performances* aziendali sono positive e sul c.d. "*switching effect*" scaturente da certi indicatori negativi, cfr. S. BERNSTEIN - X. GIROUD - R.R. TOWNSEND, *The Impact of Venture Capital* (2016), in *The Journal of Finance* 71, pp. 1591 ss.

<sup>110</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 10.1.

alla stregua di oggettivi e perciò affidabili indici delle capacità di implementazione del progetto di *business* da parte dell'imprenditore, valgono a giustificare la conservazione dello *status quo*<sup>111</sup>; oppure ad alterarlo.

L'accordo tra le parti, infatti, di solito attribuisce al *venture capitalist* importanti poteri di "reazione" a fronte del rilevato peggioramento delle *performances* aziendali: poteri di reazione in virtù dei quali il *venture capitalist* può non soltanto liberamente rifiutarsi di apportare ulteriori *tranche* di capitale<sup>112</sup>, ma anche, ove le circostanze caldegino un disinteressamento immediato, esercitare il potere di "forzare" il riacquisto della propria partecipazione da parte della società o, meno probabilmente, dell'imprenditore<sup>113</sup>.

In base al regolamento privato stipulato tra *venture capitalist* e imprenditore, però, è possibile anche che il *venture capitalist* possa rimuovere l'imprenditore dalle posizioni di comando che inizialmente riveste e sostituirlo con un professionista incaricato di "rivitalizzare" l'impresa oppure, ove tale opzione non sia seriamente perseguibile, di

---

<sup>111</sup> La letteratura in materia a tal proposito discorre, piuttosto eloquentemente, di "*contingent control*" proprio per alludere alla natura "condizionata" della posizione di controllo dell'imprenditore e, quindi, alla variabilità degli assetti interni in ragione degli scenari effettivamente osservabili. In tema, cfr. su tutti, E. BERGLOF, *A Control Theory of Venture Capital Finance* (1994), in *Journal of Law, Economics, and Organizations* 10, pp. 274 ss.

<sup>112</sup> A proposito dello *staged financing* è bene notare come in letteratura si sia a più voci parlato anche di "*instalment option*", che per definizione include anche una "*termination option*". Si intende con ciò dire che il *venture capitalist*, in virtù del meccanismo dello *staged financing*, ha il diritto ma non l'obbligo di fornire nuova finanza e proprio perciò, gli è implicitamente attribuito il diritto di "disimpegnarsi". Una parte della letteratura economica e finanziaria ha esaminato quegli schemi che si realizzano tramite una serie di operazioni collegate di finanziamento (come tali inquadrabili nello schema della "*multiple stage compound option*") definendole come "*instalment option*" per significare la possibilità di frazionamento e quindi la speculare possibilità di non proseguire nel rapporto (esercitando, quindi, quella implicita "*termination option*" di cui si è appena detto). In tema, cfr. per esempio M. DAVIS - W. SCHACHERMAYER - R. TOMPKINS, *The Evaluation of Venture Capital as an Instalment Option: Valuing Real Options Using Real Options*, in T. DANGL - M. KOPEL - W. KÜRSTEN (a cura di), *REAL OPTIONS*, Heidelberg, Springer, 2010, pp. X-189, pp. 77 ss.

<sup>113</sup> Y. LI, T. CHI, *Venture Capitalists' Decision to Withdraw: The Role of Portfolio Configuration from a Real Options Lens* (2013), in *Strategic Management Journal* 34, pp. 1351 ss.

nominare uno specialista dotato delle conoscenze utili a curare tutte le attività che preludono alla dismissione degli *assets*, in vista del conseguimento del relativo valore di realizzo<sup>114</sup>.

Alla luce della caratteristica conformazione del regolamento privato deputato a governare la relazione di *business* tra *venture capitalist* e imprenditore può allora anche parlarsi di *termination option* proprio per alludere, in modo sintetico, allo sfaccettato potere del *venture capitalist* di porre fine al rapporto con l'imprenditore o, addirittura, all'impresa. Tale potere può essere esercitato in una varietà di situazioni, tra cui si lasciano annoverare, oltre ovviamente a quella in cui sia "spirato" il termine di tempo massimo entro cui ci si era prefissi di implementare il predefinito progetto di *business*<sup>115</sup>, tutti quegli ulteriori frangenti in cui l'impresa non abbia, per qualsiasi motivo, raggiunto gli obiettivi concordati.

Si aggiunga a ciò che – come la letteratura gius-economica ha chiarito – tale *termination option* non deve per forza essere esercitata – come da regola generale – in vista del perseguimento degli obiettivi di massimizzazione della complessiva ricchezza comune, ma può, almeno in certi casi, essere strumentale al perseguimento di fini "egoistici", persino ove ciò comporti – come si avrà modo di vedere – la distruzione di una frazione, non per forza irrisoria, della complessiva ricchezza comune<sup>116</sup>.

---

<sup>114</sup> Accanto a professionisti incaricati di procedere a un c.d. "turnaround" dell'impresa, nella prospettiva di migliorarne le *performances*, vi sono professionisti ai quali è invece affidato il compito di "make the firm sale-ready", vale a dire svolgere tutte le attività utili a rendere l'azienda appetibile sul mercato delle acquisizioni in vista del conseguimento di un mero valore di realizzo. Su questi temi, cfr., per una introduzione assai intuitiva, B. LEONARD - R. CARDY, *Performance Management: Concepts, Skills and Exercises*, New York, Routledge, 2004, pp. XI-271, spec. pp. 32 ss. Il dato è comunque ben noto ai pratici del settore e agli *startupper*: per un'interessante introduzione ai compiti altamente specialistici di questi professionisti, cfr. E. GRIFFITH, *Meet Steve Hogan, the Silicon Valley Fixer-upper*, in *Pando*, 22 luglio 2013, disponibile all'indirizzo <<https://pando.com/2013/07/22/with-tech-rx-silicon-valley-has-its-own-turnaround-firm/>>.

<sup>115</sup> Sul punto si avrà modo di tornare: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 11 e soprattutto 18.1.5.

<sup>116</sup> D.G. BAIRD - M.T. HENDERSON, *Other People's Money* (2008), in 60 *Stanford Law Review*, pp. 1309 ss., spec. pp. 1332, ove la notazione secondo cui, il



### 10.3. Allocazione dei flussi di cassa e rischio imprenditoriale

Alla variabilità dell'assetto dei poteri decisionali in funzione degli scenari concretamente venutisi a determinare in seno a una *venture capital-backed firm* corrisponde un'altrettanto variabile allocazione dei flussi di cassa.

Anche qui semplificando<sup>117</sup>, ci si può limitare a segnalare come l'accordo tra i soci, oltre a prevedere che tanto il *venture capitalist* quanto l'imprenditore possano conseguire appieno i risultati positivi dell'investimento effettuato, stabilisca anche che il *venture capitalist* possa beneficiare, almeno in certi casi, di importanti protezioni qualora, nel corso del ciclo di vita dell'impresa comune, si materializzino gli scenari più critici, cioè sul versante del c.d. *downside*<sup>118</sup>.

Lo strumento principale tramite cui tipicamente si perviene a questo risultato è rappresentato dalle cc.dd. "preferenze liquidatorie".

Nell'effettuare un investimento, i *venture capitalists* ovviamente basano le proprie determinazioni sul razionale convincimento di prendere parte a un'iniziativa imprenditoriale di successo. Al tempo stesso, prefigurandosi la possibilità che non si raggiungano gli obiettivi di crescita fissati, i *venture capitalists* ne subordinano la fattibilità alla previsione di meccanismi utili a consentirgli di tornare nella disponibilità

---

regolamento privato deputato a governare il rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore implica che il primo riceva il potere di governare l'impresa in autonomia negli scenari avversi e che tale potere possa essere esercitato per il perseguimento di obiettivi "egoistici" e persino distruttivi di una frazione della complessiva ricchezza comune.

<sup>117</sup> Per una dettagliata discussione del rilievo dei vari termini contrattuali ai fini dell'allocazione del rischio (inteso in un'ampia accezione come "*as the likelihood that the start-up's business activity will lead to undesirable results for either the venture capital investor or the entrepreneur*"), cfr. J.M. GORDON - D. OROZCO, *Trust and Control: The Value Effect of Venture Capital Term Sheet Provisions as Risk Allocation Tools* (2015), in 4 *Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev.*, pp. 195 ss.

<sup>118</sup> Cfr., per quanto attiene alla strumentalità delle preferenze liquidatorie rispetto all'obiettivo della "moderazione" del rischio imprenditoriale sopportato dal *venture capitalist*, le lucide e ampie osservazioni di W.W. BRATTON, *Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control* (2002), in *Michigan Law Review* 100, pp. 891 ss.

di un importo approssimativamente corrispondente al valore del capitale finanziario originariamente apportato, sì come maggiorato dei dividendi non conseguiti e degli interessi sull'uno e sugli altri e, non di rado, anche di talune voci che riflettono il valore delle altre forme di supporto "non finanziario" fornite nel corso del rapporto all'imprenditore<sup>119</sup>.

A dispetto dell'identità di tale basilare profilo funzionale, la "tecnologia" contrattuale con cui si perviene a quel risultato può invece variare.

Innanzitutto, è possibile incorporare la preferenza liquidatoria negli strumenti finanziari di cui il *venture capitalist* è titolare, come, ad esempio, può avvenire nel caso di partecipazioni privilegiate convertibili in partecipazioni ordinarie<sup>120</sup>. D'altro canto, è pure possibile pervenire più o meno al medesimo risultato tramite la combinazione di titoli

---

<sup>119</sup> In generale, cfr., brevemente ma lucidamente, B. ZIDER, *cit.*, spec. pp. 131-133. In tema, per un approfondimento, cfr., tra i tanti, K.M. SCHMIDT, *Convertible Securities and Venture Capital Finance* (2003), in *The Journal of Finance* 58, pp. 1139 ss., ove si nota come le preferenze liquidatorie rispondano fondamentalmente all'esigenza di consentire al *venture capitalist* di conseguire, in particolare, il capitale apportato maggiorato dei dividendi non conseguiti e degli interessi maturati sull'uno e sugli altri, oltre a certe voci che inglobano il valore degli apporti non di capitale, sì come determinato in applicazione di taluni complicati tassi. Al riguardo cfr., specialmente per la conferma che vi è consenso in letteratura sul fatto che i *venture capitalists* tendano ad esigere un prezzo per tali servizi, J.E. FISCH, *cit.*, p. 84, ove la notazione secondo cui "[a]lthough it is difficult to quantify the value of management, monitoring and consulting services, the small business' cost of capital should include a component of payment for these services in addition to the cost of capital funds". Ciò spiega perché non sono rare le situazioni in cui, in ragione di una molteplicità di variabili, tra cui il profilo di rischio dell'impresa finanziata, la preferenza liquidatoria è di un importo pari non solo al doppio o al triplo, ma addirittura al decuplo del capitale originariamente apportato. Cfr. ancora B. FELD - J. MENDELSON - D. COSTOLO, *Venture Deals: Be Smarter than Your Lawyer and Venture Capitalist*, Hoboken (NJ), Wiley & Sons, 2011 (2a ed.), pp. XIX-297, spec. p. 41, ove la notazione, svolta però con riferimento all'esperienza statunitense nel periodo della c.d. "Internet Bubble" degli anni 2000, secondo cui "[f]or many years, a 1X liquidation preference, or simply the amount of the money invested, was the standard. In 2001, as the Internet bubble burst, investors often increased this multiple, sometimes as high as 10X (10 times the amount of money invested). Over time, rational thought prevailed and this number has generally returned to 1X".

<sup>120</sup> Al riguardo, basti per ora notare che si tratta di strumenti finanziari definibili come azioni con privilegio in relazione alla distribuzione dei proventi di un c.d. "liquidity event" ed altresì convertibili in azioni ordinarie; ma sul tema si avrà modo di tornare *infra*, Capitolo II, *sub* §§ 22.1 e 24.

rappresentativi di capitale di rischio e capitale di debito o altri strumenti finanziari il cui valore sia correlato all'uno e all'altro<sup>121</sup>. In alternativa alle tecniche incentrate sul *security design* e sul *security bundling*, è infine possibile ricorrere alla previsione in favore del *venture capitalist* di un “semplice” diritto di credito dalla base tipicamente negoziale<sup>122</sup>.

Da altro punto di vista, le preferenze liquidatorie possono essere conformate in modo tale da escludere ovvero concorrere con il diritto a conseguire utilità ulteriori rispetto a quelle in esse incorporate<sup>123</sup>. Le preferenze liquidatorie “non partecipative” a un certo punto impongono al *venture capitalist* di misurarsi con la scelta binaria tra il conseguimento di quanto atteso in ragione della propria posizione “privilegiata” e quanto invece conseguibile in ragione della propria partecipazione all'impresa in qualità di socio<sup>124</sup>. Le preferenze liquidatorie “partecipative”, invece, consentono al finanziatore non soltanto di conseguire quanto atteso in virtù delle preferenze liquidatorie

---

<sup>121</sup> In Germania, per esempio, non di rado accade che si pervenga al risultato di collocare il *venture capitalist* in una posizione privilegiata tramite un dato *mix* di strumenti rappresentativi di capitale di rischio e di altri strumenti rappresentativi di capitale di debito. Cfr. in tema C. BIENZ - U. WALZ, *Financing Practices in the German Venture Capital Industry: An Empirical Study*, in G.N. GREGORIOU - M. KOOLI - A. KRAEUSSEL (a cura di), *Venture Capital in Europe*, Oxford, Elsevier, 2007, XXIX-402, pp. 217-231. Anche su questo tema si tornerà in seguito: cfr. i rinvii di cui alla nota precedente.

<sup>122</sup> Per esempio, in virtù di un accordo parasociale, come è per lungo tempo accaduto da noi: a dimostrazione di tale prassi, basti qui rievocare i fatti sottostanti alla nota vicenda giudiziaria di cui si darà conto ampiamente *infra*, Capitolo II, *sub* §§ 25.2 ss.

<sup>123</sup> In tema, per importanti dettagli, cfr., M. KLAUSNER - S. VENUTO, *Liquidation Rights and Incentive Misalignment in Start-up Financing* (2013), in 98 *Cornell Law Review*, pp. 1399 ss., spec. p. 1349. Per un'ulteriore variazione della conformazione delle preferenze liquidatorie (segnalata per completezza, ma qui del tutto irrilevante), cfr. poi S. ARCOT, *Participating Convertible Preferred Stock in Venture Capital Exits* (2014), in *Journal of Business Venturing* 29, pp. 72 ss.

<sup>124</sup> *Id.*, ma cfr. anche B. FELD - J. MENDELSON - D. COSTOLO, *cit.*, p. 119, pp. 41-42. Più precisamente, tale effetto scaturisce dalla circostanza che, in quei casi in cui si impiegano le preferenze liquidatorie non partecipative, esse discendono da date scelte di *security design* che prevedono che il *venture capitalist* debba scegliere se conseguire utilità pari al valore delle preferenze liquidatorie ovvero conseguire utilità calcolate *pro rata* in funzione dell'entità della propria partecipazione.

stesse, ma anche di concorrere *pro rata* su quanto sia eventualmente residuo a seguito del conseguimento di quell'importo<sup>125</sup>.

In ogni caso, le preferenze liquidatorie mirano – anzi, contribuiscono – a definire le regole concernenti l'allocazione dei proventi del trasferimento o della dismissione degli *assets*<sup>126</sup>: proprio perciò il presupposto di operatività delle preferenze liquidatorie è rappresentato da quelle situazioni in cui si avverte l'esigenza di ripartire la liquidità reperita, vale a dire i cc.dd. "*liquidity events*". Tale espressione, in linea di massima, identifica tutte quelle operazioni utili a consentire il conseguimento del relativo valore da parte dei partecipanti all'affare societario in applicazione dei criteri definiti pattizamente (dalla fusione con un'altra entità facente capo a un gruppo industriale, all'acquisizione delle partecipazioni da parte di un *partner strategico*; dalla cessione, anche non integrale, dell'azienda, alla liquidazione della società<sup>127</sup>).

Nel complesso e in sintesi, le preferenze liquidatorie rappresentano l'aspetto più appariscente – e, come si vedrà, affatto irrilevante<sup>128</sup> – delle

---

<sup>125</sup> Esigenze di completezza impongono di accennare al fatto che la preferenza liquidatoria potrebbe prevedere un "tetto" in forza del quale il *venture capitalist*, che abbia conseguito l'importo dovuto a titolo di preferenza liquidatoria, potrebbe partecipare anche nell'*upside* soltanto entro certi limiti (c.d. preferenze liquidatorie cc.dd. "*capped*"; in contrapposizione a quelle "*uncapped*", dacché non contemplanti alcun tetto). Il dato deve qui essere ignorato al fine di evitare complicazioni tali da rendere arduo trattare il problema di cui ci si occupa nei termini, estremamente semplici, in cui lo si vuole approcciare: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 18. Per una introduzione all'impatto che l'assenza o la presenza di tale tetto ha sulla funzione di *payoff* dei *venture capitalists*, cfr. ancora M. KLAUSNER - S. VENUTO, *cit.*, p. 1348.

<sup>126</sup> In effetti, in tutti i casi in cui i proventi della liquidazione degli *assets* eccedano il valore delle preferenze liquidatorie, le regole deputate a definire i criteri di allocazione del *surplus* generato dalla relazione contrattuale sono date dalle preferenze liquidatorie e, per quanto eccedente il valore delle preferenze liquidatorie, dalle regole che in generale presiedono alla distribuzione della ricchezza generata dalla relazione contrattuale. Da qui la precisazione cui è parso opportuno procedere nel testo.

<sup>127</sup> In letteratura, si tende a concludere che "[s]tandard language defining a liquidation event looks like this: A merger, acquisition, sale of voting control, or sale of substantially all of the assets of the Company in which the shareholders of the Company do not own a majority of the outstanding shares of the surviving corporation shall be deemed to be a liquidation": così, per esempio, B. FELD - J. MENDELSON - D. COSTOLO, *cit.*, p. 43.

<sup>128</sup> Cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 12 ss.

varie (e qui presentate in modo semplificato) scelte fatte dal *venture capitalist* e dall'imprenditore in punto di distribuzione del rischio imprenditoriale: l'intesa di massima è che, fermo restando l'auspicio che l'impresa abbia successo e che generi ricchezza tale da remunerare adeguatamente gli investimenti di ambo le parti, nel caso in cui ciò non accada e si materializzano scenari avversi, il *venture capitalist* abbia il diritto di essere soddisfatto prima dell'imprenditore e, ove il valore residuo sia decisamente modesto, appropriarsene integralmente<sup>129</sup>.

Tale protezione di natura autenticamente "creditoria" non rappresenta, dunque, un privilegio, se non, per certi versi, dal punto di vista nominale; al contrario, si tratta di una protezione che consente al *venture capitalist* di offrire il proprio supporto a costi inferiori<sup>130</sup>: l'imprenditore, pertanto, non acconsente alla previsione delle preferenze liquidatorie in favore del *venture capitalist* se non in quanto ne trae immediato vantaggio<sup>131</sup>.

## 11. Il disinvestimento e, in particolare, la *trade sale*

L'accordo tra le parti d'altro canto prevede anche che gli obiettivi di massimizzazione della ricchezza comune siano destinati ad essere perseguiti entro un preciso spazio temporale<sup>132</sup>, che imprimono alla

---

<sup>129</sup>W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, p. 1882.

<sup>130</sup> Sul punto, particolarmente chiare sono le indicazioni anche a tal proposito fornite da B. ZIDER, *cit.*, spec. p. 133.

<sup>131</sup> Per approfondimenti, v. però D.J. CUMMING - S.A. JOHAN, *cit.*, pp. 102-123. Sulle implicazioni di questa aggettivazione si tornerà *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 18 ss. e spec. 18.1.1.2.

<sup>132</sup> Si richiami quanto già rilevato a proposito della limitatezza della durata del rapporto tra investitori e gestori in seno alla *venture capital firm*: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 8.3 e si noti che l'intuibile riflesso di quella disciplina pattizia sia proprio la limitatezza della relazione tra il *venture capitalist* e l'imprenditore in seno alla *venture capital-backed firm*, in cui "...the investment plan, which lies at the core of the relationship, envisages a time to stay and a time to sell": cfr. in tal senso M.S. SAEZ LACAVE - N.B. GUTIERREZ, *cit.*, p. 429. Per ulteriori rilievi al riguardo, cfr. anche J.

relazione tra il *venture capitalist* e l'imprenditore la nota natura "*exit oriented*"<sup>133</sup>.

Su tale peculiare "predestinazione" della relazione tra *venture capitalist* e imprenditore si è ampiamente soffermata una vasta letteratura: il che rende possibile prescindere da una compiuta trattazione della tematica<sup>134</sup>, salvo per quanto attiene a un dato su cui appare opportuno richiamare l'attenzione, in ragione della cruciale rilevanza concettuale che esso riveste nella prospettiva in cui questo elaborato si pone.

La circostanza che la relazione di *business* in esame contempra un periodo durante il quale si pongono in essere le attività utili a consentire l'ottimale maturazione degli investimenti e un più breve periodo in cui si perviene alla capitalizzazione del valore degli investimenti *medio tempore* effettuati rileva anche ai fini dell'allocazione del rischio d'impresa<sup>135</sup>.

Nel contratto tra le parti è infatti implicita – come già incidentalmente rilevato<sup>136</sup> – 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<sup>137</sup>, risulta ineluttabile

---

GULLIFER- J. PAYNE, *Corporate Finance Law*, Oxford, Hart, 2011, pp. LXVI-719, spec. p. 686, ove si nota come "[such] investments are not ... made on an open-ended basis", ma nella prospettiva di "dispose of all the assets ... within a fixed period".

<sup>133</sup> Per una pratica illustrazione, atecnica ma comunque interessante, di come il concetto di "*exit-oriented firm*" condizioni concretamente e sin dall'inizio lo sviluppo dell'impresa finanziata, cfr. poi J. WARRILLOW, *Built to Sell. Turn Your Business into One You Can Sell*, Toronto, Flip Jet Media Inc, 2010, pp. XIV-157.

<sup>134</sup> Cfr. su tutti D.G. SMITH, *The Exit Structure*, cit., passim; R.J. GILSON, *Engineering*, cit., p. 1080 ss.

<sup>135</sup> Oltre agli scritti di cui alla nota precedente, cfr., su anche tale specifico punto, anche M.S. SAEZ LACAVE - N.B. GUTIERREZ, cit., loc. ult. cit., ove pure riferimenti bibliografici.

<sup>136</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, sub § 10.2.

<sup>137</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, sub §§ 8 e spec. 8.2.

procedere al disinvestimento<sup>138</sup>, con la conseguenza, allora, che, alla luce delle complessive regole contrattuali, può dirsi che l'imprenditore è di fatto costretto a sopportare non soltanto – per quanto si è già detto<sup>139</sup> – il rischio che non si pervenga alla produzione di una ricchezza sufficiente a consentirgli di ottenere un'adeguata remunerazione dei propri investimenti, ma anche il rischio, non meno significativo, che, in certi casi, il disinvestimento si attui a termini tali da non consentirgli di liquidare la ricchezza racchiusa nella propria partecipazione<sup>140</sup>.

D'altro canto, se in termini generali può dirsi con certezza che la presenza di un limite temporale è caratteristica naturale del rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore, le caratteristiche dell'operazione che vale a segnarne la conclusione possono variare, a seconda di una serie di fattori: le tecniche di disinvestimento alle quali il *venture capitalist* può ricorrere sono in astratto molteplici<sup>141</sup>, ma per lungo tempo si è ritenuto che la quotazione della *venture capital-backed firm* rappresentasse la tecnica di disinvestimento disponibile più redditizia e perciò preferibile, tanto da ipotizzare che in mancanza di un vivido mercato dei capitali non potesse aversi un vibrante mercato del *venture capital*<sup>142</sup>.

---

<sup>138</sup> È evidente come tale potere sia funzione immediata del *braiding effect* di cui si è incidentalmente parlato in precedenza: cfr. al riguardo, brevemente, *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 8.1.

<sup>139</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 10.2 e 10.3, a proposito dell'allocazione del rischio imprenditoriale e della possibilità che il *venture capitalist* in situazioni avverse possa esercitare i poteri decisionali per perseguire strategie utili a estrarre dall'impresa il valore residuo.

<sup>140</sup> L'affermazione, che potrebbe di primo acchito suonare incomprensibile, dal punto di vista economico ha una precisa spiegazione: nel momento in cui, perché a ciò "costretto" dallo spirare del rapporto tra gestori e investitori in seno alla *venture capital firm*, il *venture capitalist* disinveste, provocando per esempio una *trade sale*, potrebbe accadere che il mercato non riesca ad esprimere una valutazione "premiante", ma solo una valutazione che conduce a una distruzione di valore: se ne dirà meglio in altro momento (cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 18 e spec. 18.1.2 e 18.1.5), ma è da subito apparso opportuno segnalare tale dato nel testo.

<sup>141</sup> Sul punto cfr. D.J. CUMMING - J.G. MACINTOSH, *Venture-Capital Exits in Canada and the United States* (2003), in *The University of Toronto Law Journal* 53, pp. 101 ss., pp. 106-107 per una panoramica delle modalità con cui si perviene a tale risultato.

<sup>142</sup> Cfr. B.S. BLACK - R.J. GILSON, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets* (1998), pp. 243-277; ma anche, più di recente, L. LIN, *Venture Capital Exits and the Structure of Stock Markets in China* (2017), in *Asian*

Oggi si tende invece ad assegnare altrettanta importanza anche alle cc.dd. *trade sales*, soprattutto in virtù, da un lato, di alcuni studi empirici che hanno fatto luce sulla rilevanza di tale tecnica di disinvestimento (anche nelle giurisdizioni in cui, tradizionalmente, la quotazione delle *portfolio companies* è comunemente considerata come il miglior indice del successo di un'impresa<sup>143</sup>); e, dall'altro lato, della constatazione che, per le imprese operanti in certi settori industriali, la quotazione potrebbe generare ritorni subottimali<sup>144</sup>.

In linea con il rivalutato ruolo di tale tecnica di disinvestimento nell'economia del ciclo di vita del *venture capital* e, quindi, dell'impatto che esse possono avere sul piano dello sviluppo del relativo mercato<sup>145</sup>, è proprio sulle *trade sales* che ci si concentrerà nel prosieguo di questo elaborato al fine, dapprima, di illustrarne la generale logica economica di fondo e, a seguire e più nel dettaglio, discuterne i profili di problematicità nella già segnalata prospettiva *ex ante* ed *ex post*.

---

*Journal of Comparative Law* 12, pp. 1 ss.; e L. ZHANG, *Exit of Chinese Domestic Venture Capital: Legal Impediments and Reform Measures* (2017), in *Business Law Review* 28, pp. 109 ss.

<sup>143</sup> Cfr. per esempio B.J. BROUGHMAN - J.M. FRIED, *Carrots and Sticks: How VCs Induce Entrepreneurial Teams to Sell Startups* (2013), in *Cornell Law Review* 98, pp. 1319 ss., spec. p. 1322, nt. 11 e testo corrispondente, ove si legge che "... *trade sales are actually much more common than IPOs and, in the aggregate, are likely to be almost as financially important to v[enture] c[apitalists]*".

<sup>144</sup> Lo comprova l'interessante aneddotica sulle operazioni di acquisizione che hanno "segnato" i recenti sviluppi del mercato del *venture capital* statunitense di cui si legge in B. BOOTH, *Acquisitions as the Silent Partner in Biotech Liquidity: IPO Vs. M&A Exit Paths*, in *Forbes - edizione online*, 27 ottobre 2014, disponibile sul sito del magazine all'indirizzo <[www.forbes.com](http://www.forbes.com)>.

<sup>145</sup> Cfr. G.M. PHILLIPS - A. ZHDANOV, *Venture Capital Investments and Merger and Acquisitions Activity around the World* (2017), disponibile sul *Social Sciences Research Network* all'indirizzo <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>; e M.-O. FIEDLER - T. HELLMANN, *Against All Odds: The Late but Rapid Development of the German Venture Capital Industry* (2001), in *The Journal of Private Equity* 4, pp. 31-45, spec. pp. 32-33, ove si spiega come un attivo mercato delle acquisizioni abbia in Germania degnamente sostituito la relativa scarsa profondità del mercato dei capitali domestico.



## 12. Estrazione del valore sinergico e massimizzazione della ricchezza

In termini funzionali<sup>146</sup>, con la locuzione *trade sale* si fa riferimento a tutte quelle operazioni tramite le quali si perviene al risultato di permettere al terzo acquirente di conseguire il pieno ed esclusivo controllo degli *assets* della *venture capital-backed firm*: operazioni che, pur potendo esibire forme diverse, obbediscono tutte a una logica economica di fondo unitaria.

Dal punto di vista dei “venditori” (e comunque in ultima istanza dei soci della *target* e dunque – per quanto qui interessa – dal punto di vista del *venture capitalist* e dell’imprenditore), la *trade sale* si spiega in quanto consente loro di pervenire alla monetizzazione del valore della potenziale complementarità delle tecnologie su cui si incentra il progetto implementato in seno alle *venture capital-backed firms* con quelle su cui si regge il *business* di altre imprese operanti in settori identici o affini<sup>147</sup> – ossia, in altri termini, nella prospettiva del conseguimento del c.d. premio di acquisizione<sup>148</sup>.

---

<sup>146</sup> Si intende dire che si guarda alla *trade sale* sotto il profilo della funzione e, dunque, a prescindere dalla varietà delle forme giuridiche che essa può assumere di volta in volta e di contesto in contesto. La ragione per cui si impone di adottare questo approccio è che “*over long periods of time functions have been much more stable than institutions*” (F. ALLEN F - A.M. SANTOMERO, *The Theory of Financial Intermediation* (1998), in *Journal of Banking & Finance* 21, 1 (1998), pp. 1461 ss., spec. p. 1465). Ciò consente di illustrare la basilare logica della *trade sale* in termini unitari e dunque di elaborare un quadro concettuale unico riferibile a operazioni apparentemente diverse (cfr., rispettivamente, *infra*, subito dopo nel testo; in questo Capitolo, *sub* § 16; e poi, Capitolo II, § 21). In senso analogo, sulla superiorità, in generale, di un approccio funzionale, cfr. anche R.C. MERTON, *cit.*, *passim*.

<sup>147</sup> Su questi temi, in particolare sulla funzione del mercato delle acquisizioni e sulle dinamiche osservabili in seno ad esso per quanto specificamente attiene alla combinazione di *assets* specifici complementari, cfr. soprattutto A. SIGNORI - S. VISMARA, *M&A Synergies and Trends in IPOs* (2018), in *Technological Forecasting and Social Change* 127, pp. 141 ss.

<sup>148</sup> La ragione per cui si parla di premio di acquisizione è ben spiegata da C.M. MELLEN - F.C. EVANS, *Valuation for M&A. Building Value in Private Companies*, Hoboken (NJ), *John Wiley & Sons*, 2010 (2a ed.) pp. XV-383, spec. p. 6, ove la notazione secondo cui “[t]he increase in investment value over the company’s fair value is most commonly referred to as a control premium, but this term is somewhat misleading. Although the typical buyer does acquire control of the target through the acquisition, the premium paid is generally to achieve the synergies that the combination

L'impresa, infatti, ha un dato valore, che fondamentale è funzione delle scelte fatte in punto di organizzazione e gestione degli *assets* ad essa riferibili (c.d. “*Stand-alone Value*” cui qui si farà riferimento come al “valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza”)<sup>149</sup>.

Se posti in grado di controllare i medesimi *assets*, però, altri potrebbero essere in grado di organizzarli e gestirli con modalità tali da generare accrescimenti di valore imputabili, a seconda dei casi, a mutamenti della politica gestoria e/o alla produzione di effetti sinergici; e in considerazione dei quali, allora, sarebbero inclini ad attribuire all'impresa un valore maggiore dello *status quo value* (ossia, il c.d. “*Investment Value*”)<sup>150</sup>.

---

*will create. Thus this premium is more accurately referred to as an acquisition premium, because the primary force driving it is synergies, rather than control, which is only the authority necessary to activate the synergy”.*

<sup>149</sup> A. DAMODARAN, *Applied Corporate Finance*, Hoboken (NJ), Wiley & Sons, 2010 (3a ed.), pp. VI-833, spec. pp. 581 («[t]he value of a business is determined by decisions on made by the managers of that business on where to invest its resources, how to fund these investments and how much cash to return to the owners of the business. Consequently, when we value a business, we make implicit or explicit assumptions about both who will run that business and how they will run it»). Altro è invece il c.d. “*Liquidation Value*”: cfr. *id.*, p. 21, ove il rilievo in base al quale «[i]n an asset-based valuation, we focus primarily on the assets in place and estimate the value of each asset separately. Adding the asset values together yields the value of the business. For companies with lucrative growth opportunities, asset-based valuations will yield lower values than going concern valuations. One special case of asset-based valuation is liquidation valuation, where we value assets based upon the presumption that they have to be sold now. In theory, this should be equal to the value obtained from discounted cash flow valuations of individual assets but the urgency associated with liquidating assets quickly may result in a discount on the value. How large the discount will be will depend upon the number of potential buyers for the assets, the asset characteristics and the state of the economy»; e 187, ove la notazione secondo cui «[i]n some valuations, we can assume that the firm will cease operations at a point in time in the future and sell the assets it has accumulated to the highest bidders. The estimate that emerges is called a liquidation value».

<sup>150</sup> Più precisamente, il mercato delle acquisizioni è in grado di esprimere due diversi valori: “*fair market value*” e “*investment value*”. Il c.d. “*fair market value*” rappresenta il valore che in seno al mercato delle acquisizioni l'impresa avrebbe se essa fosse oggetto di una negoziazione svoltasi in un contesto costruito sulla base di una molteplicità di assunti, tra cui, in particolare, quello secondo cui l'acquirente non sarebbe un acquirente strategico ma finanziario in grado di apportare soltanto risorse finanziarie e capacità gestorie equivalenti a quelle dei soggetti che attualmente gestiscono l'impresa e, pertanto, l'operazione non genererebbe alcuna sinergia.

Pur di conseguire il controllo degli *assets* e, in definitiva, poter implementare le strategie da cui dipende la effettiva creazione di tale ulteriore valore, i potenziali acquirenti sarebbero allora razionalmente disponibili a rinunciare a una frazione non assorbente del maggiore valore atteso dall'operazione, corrispondendola ai venditori sotto forma di premio (si tratta del c.d. “*Acquisition Value*”, cui nel prosieguo si farà riferimento con l'espressione “valore dell'impresa nella prospettiva dell'acquisizione”)<sup>151</sup>, che sarebbe maggiore se, per effetto dell'operazione, si pervenisse alla “privatizzazione” della base proprietaria dell'impresa<sup>152</sup> e, per l'effetto, alla creazione dei presupposti per il pieno ed esclusivo conseguimento degli incrementi di valore attesi dall'operazione.

Alla luce di quanto precedentemente detto, appare chiaro quali siano i termini in cui in astratto si atteggia il rapporto di strumentalità della *trade sale* rispetto all'obiettivo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune: nella misura in cui il trasferimento a terzi

---

Pertanto, il *fair market value* si identifica, in pratica, con il valore “minimo” che all'impresa è assegnato sul mercato delle acquisizioni e rappresenta, sul piano concettuale, una grandezza necessariamente impersonale, nel senso che non riflette le specifiche caratteristiche di un dato acquirente. Il c.d. “*investment value*” (noto anche come “*strategic value*”) richiamato nel testo in via esclusiva per via della rilevanza che esso assume ai fini dell'articolazione delle successive fasi del ragionamento, riflette invece anche le caratteristiche dell'acquirente e le sinergie e altri benefici che possono essere conseguiti tramite quella specifica acquisizione e, proprio perciò, esso è variabile in funzione dell'identità dell'acquirente. Per gli opportuni approfondimenti, comunque, cfr. C.M. MELLE - F.C. EVANS, *Valuation for M&A.*, cit., pp. 4-5.

<sup>151</sup> Le valutazioni dell'acquirente riflettono – come noto – il valore atteso dall'operazione, con la conseguenza che, ove le previsioni su cui si basa la decisione di procedere a un'acquisizione si rivelino errate e gli incrementi di valore realmente conseguiti siano inferiori alle attese, si porrebbe un problema di “*over-payment*” o addirittura di “*winner's curse*”, che ha infatti indotto la letteratura a investigare il tema della possibile strumentalità delle operazioni di acquisizione non già a veri obiettivi di massimizzazione della ricchezza dei soci, ma al perseguimento di finalità personali dei soggetti incaricati di assumere le relative decisioni. In tema, nel contesto di una vasta letteratura, si segnalano A. YAKOV - P. DODD - M. WEINSTEIN, *Conglomerate Mergers, Managerial Motives, and Stockholder Wealth* (1986), in *Journal of Banking and Finance* 10, pp. 401 ss.; e N.P. VARAIYA - K.R. FERRIS, *Overpaying in Corporate Takeovers: The Winner's Curse* (1987), in *Financial Analyst Journal* 43, pp. 64 ss. Si veda però soprattutto R. MORCK - A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* (1990), in *The Journal of Finance* 45, pp. 31 ss.

<sup>152</sup> Ossia alla concentrazione delle partecipazioni sociali in capo a un unico soggetto.

del controllo totalitario degli *assets* dell'impresa consenta a *venture capitalist* e imprenditore di conseguire utilità maggiori a quelle conseguibili preservando l'indipendenza dell'impresa (ossia, nella misura in cui il valore dell'impresa sul mercato delle acquisizioni sia maggiore del valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza), la *trade sale* rappresenta una decisione per entrambi "dovuta" in applicazione della logica della massimizzazione della complessiva ricchezza comune.

In altri termini può dirsi che tra le due diverse e alternative opportunità di *business* rappresentate dalla *trade sale* e dalla preservazione dell'indipendenza dell'impresa, la regola della massimizzazione della complessiva ricchezza comune imponga di optare per quella con valore atteso netto maggiore, laddove tale scelta – si intende – dovrebbe a rigore imporsi indipendentemente da come siano allocati i poteri decisionali e – si ripete – da come sarà ripartita la ricchezza tramite essa generabile.

Nella realtà, tuttavia, la *trade sale* presenta due fondamentali profili di problematicità che possono dirsi funzione delle scelte opportunistiche cui potrebbero pervenire, a seconda dei casi, il *venture capitalist* o l'imprenditore<sup>153</sup>.

Un primo profilo di problematicità potrebbe emergere se, sfruttando l'intrinseca incompletezza del contratto tra le parti, l'imprenditore subordinasse la prestazione del proprio consenso all'operazione di trasferimento del controllo totalitario degli *assets*

---

<sup>153</sup> Il termine "*opportunismo*" e, quindi, il derivato aggettivo "*opportunistico*" è impiegato nel contesto di questo elaborato per riferirsi alle condotte preordinate non soltanto "*to seek self-interest with guile*" (come originariamente e ipotizzato da O.E. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, Free Press, 1985, pp. XIV-450, spec. pp. 47-52 e 64-67, ove anche una dettagliata discussione delle varie forme di opportunismo) ma anche, in un'accezione più ampia, a tutte le condotte che, in linea con l'impiego che se ne fa nella gius-economica, (cfr. *ex multis* M.S. SAEZ LACAVE - N.B. GUTIERREZ, *cit., passim*), lo dice sussistente ogni qualvolta sia osservabile una condotta preordinata al perseguimento dell'interesse alla massimizzazione della propria funzione di *payoff*, a dispetto degli impegni contrattualmente assunti con un altro soggetto a massimizzare la complessiva ricchezza comune. Per quanto qui specificamente rileva, dunque, è opportunistica qualsiasi decisione assunta per perseguire un interesse di parte, in spregio alla logica economica della relazione contrattuale che funzionalizza il decision-making alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune.

dell'impresa alla rinegoziazione delle regole sull'allocazione del *surplus* cooperativo; oppure se, alternativamente, rifiutasse di vendere per beneficiare *pro rata* degli accrescimenti di valore associati al nuovo corso gestionale guidato dall'acquirente.

Potendo – come si dirà a breve – assurgere a causa di inefficienze distributive che, almeno potenzialmente, potrebbero generare anche inefficienze allocative<sup>154</sup>, tali contegni giustificano la previsione di meccanismi utili a risolvere i problemi di c.d. *trilateral bargaining* che si presentano in occasione della *trade sale*: meccanismi che possono, a seconda dei casi, assumere la forma del potere del *venture capitalist* di provocare unilateralmente la *trade sale* ovvero risolversi nella previsione in favore dell'acquirente di un'opzione di acquisto della partecipazione dell'imprenditore riluttante a un prezzo determinato in funzione dell'accordo tra *venture capitalist* e acquirente.

La previsione di tali meccanismi, tuttavia, non è priva di controindicazioni, perché potrebbe condurre all'emersione di altri profili di problematicità della *trade sale*: potrebbe accadere, infatti, che il *venture capitalist* assuma la decisione idonea a massimizzare non già la complessiva ricchezza comune ma il proprio *payoff* individuale, condizionando, in tal modo, l'entità delle utilità che l'imprenditore è in grado di conseguire. Analoghi sarebbero gli effetti che si produrrebbero se, per via della posizione di *senior financial claimant* che questi riveste, il *venture capitalist* assumesse un subottimale livello di rischio e procedesse alla *trade sale* per non esporsi al *downside risk* associato all'alternativa scelta di preservare l'indipendenza dell'impresa che pure in astratto si imporrebbe.

Proprio sulla problematicità della *trade sale* nella duplice prospettiva sopra sinteticamente segnalata si soffermano le successive due sezioni di questo capitolo, ai fini delle quali si muove da uno

---

<sup>154</sup> Qui e nel prosieguo si discorrerà di “inefficienze distributive” e “inefficienze allocative” nel senso in cui ne hanno già discusso M.S. SAEZ LACAVE - N.B. GUTIERREZ, *cit.*, *passim*, ossia per riferirsi, rispettivamente, alle situazioni in cui la ricchezza generata dal contratto non è distribuita secondo le regole originariamente stabilite e alle situazioni in cui *venture capitalists* e imprenditori formano relazioni di *business* a termini subottimali rispetto a quelli che, *ceteris paribus*, sarebbero invece osservabili in mancanza di inefficienze allocative.

scenario preciso che, per ragioni di chiarezza e sinteticità dell'esposizione, appare opportuno delineare in termini generali sin da ora.

Alfa è una *venture capital-backed firm* i cui soci sono il *venture capitalist* VC e l'imprenditore EN, la cui sofisticazione implica la piena capacità di valutare autonomamente le implicazioni delle scelte cui pervengono anche in sede di definizione dei contenuti contrattuali, sì come negoziati in un contesto di perfetta competitività del mercato<sup>155</sup>.

A VC, invece, sono riferibili, rispettivamente, una partecipazione pari al 40% del capitale di rischio e, salvo diversa specificazione, preferenze liquidatorie di natura non partecipativa o partecipativa, a seconda delle precisazioni di volta in volta fornite.

A EN, che non ha ottenuto altro capitale di debito o di rischio da soggetti esterni e che non ha dipendenti e neppure investitori in capitale di rischio ulteriori rispetto al *venture capitalist* e che consegue benefici privati in misura trascurabile<sup>156</sup>, è riferibile una partecipazione pari al 60% del capitale sociale<sup>157</sup>.

---

<sup>155</sup> Sulla qualificazione dell'imprenditore come "sophisticated economic agent", cfr., lucidamente, N. WASSERMAN - N. FURQAN - A. KYLE, *A 'Rich-vs.-King' Approach to Term Sheet Negotiations* (2012), in *Harvard Business School Background Note 810-119*, disponibile all'indirizzo <<https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=38550>>. Sulla sofisticazione del *venture capitalist* e dell'imprenditore e sull'impatto che, tuttavia, la diminuzione dei livelli di competitività del mercato può avere sulla negoziazione, cfr. A. HEUGHEBAERT - MANIGART S, *Firm Valuation in Venture Capital Financing Rounds: The Role of Investor Bargaining Power* (2012), in *Journal of Business Finance & Accounting* 39, pp. 500 ss. Sulle implicazioni di questo assunto, in particolare per quanto attiene alla "autosufficienza" che caratterizza le regole private oggetto di negoziazione tra due parti sofisticate e sulla impossibilità di giustificarne la modifica in via giudiziale in mancanza di evidenze circa la sussistenza di cause che potrebbero aver condizionato il *bargaining*, cfr. invece B.E. HERMALIN - M.L. KATZ, *Judicial Modification of Contracts between Sophisticated Parties: A More Complete View of Incomplete Contracts and their Breach* (1993), in *Journal of Law, Economics and Organization*, pp. 230 ss.

<sup>156</sup> Per un assunto analogo cfr. per esempio R.P. BARTLETT, *Shareholder Wealth*, *cit.*, p. 255, nt. 1.

<sup>157</sup> Resta fermo quanto già rilevato per quanto attiene all'impiego del termine imprenditore per riferirsi al *team* imprenditoriale in precedenza: cfr. *supra*, nt. 73. A ciò si aggiunga, peraltro, che, sebbene sia in linea di massima corretto identificare i titolari della partecipazione semplice con i componenti del *team* imprenditoriale, di recente

Sia VC che EN sono, salvo rilassamento di tale assunto in un passaggio ben specificato, agenti economici con profilo di tolleranza al rischio neutrale<sup>158</sup> e proprio perciò interessati unicamente a massimizzare il proprio *payoff*<sup>159</sup>.

Tale interesse – si intende – è per contratto correlato ma pur sempre subordinato alla regola della massimizzazione della complessiva ricchezza comune a tal fine irrilevante essendo che a tale risultato si pervenga tramite una *trade sale* o preservando l'indipendenza dell'impresa.

---

sembra aver preso piede, almeno in certi contesti, una tendenza che merita di essere segnalata: la sottoscrizione di partecipazioni al capitale di rischio da parte di altri investitori sofisticati, tra cui in particolare gli *hedge funds*, che, pur per note ragioni conosciuti come “*the antichrist of patience*” (cfr. L. RAO, *The Rise Of The Hedge Fund Startup Investor (Again)*, in *TechnoCrunch*, 18 gennaio 2014, disponibile sul sito del magazine all'indirizzo <<https://techcrunch.com>>), nell'impossibilità di sottoscrivere partecipazioni incorporanti una *downside protection* come quelle di cui sono generalmente titolari i *venture capitalists* (cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 10.3), acquistano partecipazioni “semplici” sulle piattaforme, spesso *online*, cui ricorrono i membri del *team* imprenditoriale per conseguire liquidità immediata. In tema, cfr. K. BENNER, *Common Stock Ownership Spreads among Start-Up Investors*, in *New York Times - BITS*, 27 dicembre 2015, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo <<https://bits.blogs.nytimes.com>>; ma anche, a dimostrazione del potenziale rilievo transatlantico del fenomeno, E. STAMM, *The Sudden Fear of Too Much Money in Switzerland*, in *Investiere - Venture Capital*, 22 November 2018, disponibile sul sito della venture capital-firm all'indirizzo <<https://www.investiere.ch>>. Considerato la naturale inclinazione all'attivismo che li caratterizza (per un'analisi, dati empirici e riferimenti bibliografici primari, cfr. M. BECHT - J. FRANKS - J. GRANT - H.F. WAGNER, *Returns to Hedge Fund Activism: An International Study* (2017), in *The Review of Financial Studies* 30, pp. 2933 ss.), potrebbe trattarsi di uno sviluppo interessante per l'impatto che esso potrebbe avere, per esempio, sulle concrete dinamiche osservabili in sede giudiziale, con tutte le conseguenze sul piano dell'effettivo modo di essere della *governance* delle *venture capital-backed firms*.

<sup>158</sup> Cfr. per esempio J.M. FRIED - M. GANOR, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups* (2006), in 81 *New York University Law Review*, pp. 967 ss., spec. p. 996, nt. 84, ove si nota, a chiarimento delle scelte metodologiche di fondo fatte ai fini di quello scritto, come si assuma “*throughout the [a]rticle that ... both [the venture capitalist] and [the entrepreneur] are risk-neutral and seek to maximize the expected value of their shares*”.

<sup>159</sup> Si tratta comunque di un assunto giustificabile sulla base di basilari conoscenze economiche e comunemente formulato da parte della letteratura giuridico-economica che si occupa del tema del trasferimento delle partecipazioni sociali e del controllo degli assets dell'impresa: cfr. per esempio C.M. LANDEO - K.E. SPIER, *Shotguns and Deadlocks* (2014), in 31 *Yale Journal on Regulation*, pp. 143 ss., spec. p. 158, ma anche *passim*.

Si precisa, inoltre, che i numeri riportati nelle tabelle utilizzate al fine di delineare gli scenari esemplificativamente considerati in seguito e dunque della definizione del valore delle due opportunità alternativamente perseguibili (vale a dire il valore della scelta di procedere alla *trade sale* ovvero preservare l'indipendenza dell'impresa) non sono stati definiti in applicazione di uno specifico metodo di calcolo, ma sull'assunto che un *dato* metodo di calcolo generi quelle valutazioni<sup>160</sup>. Altra semplificazione consiste nella scelta di richiamare un numero preciso, nonostante vi sia la consapevolezza che, a rigore, si tratterebbe non già di una cifra così puntualmente identificabile ma di un *range* di grandezze<sup>161</sup>.

Infine, si precisa che, in linea con le finalità di questo scritto, viene ipotizzato che una *trade sale* che sia creatrice di valore (*value-creating*) sia anche perciò solo in grado di massimizzare la complessiva ricchezza comune (*value-maximising*). Si esclude in tal modo in radice la possibilità di una *trade sale* che sia creatrice di valore ma non anche “*value maxisiming*” (ossia, eseguita a termini subottimali<sup>162</sup>)<sup>163</sup>.

---

<sup>160</sup> Cfr., per un approccio altrettanto semplice, peraltro proprio ai fini della trattazione del medesimo tema, W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1884.

<sup>161</sup> *Id.*

<sup>162</sup> Cfr., anche sul punto, ancora J.M. FRIED - M. GANOR, cit., p. 996, ma anche *passim*.

<sup>163</sup> Altrimenti si imporrebbe di delineare un quadro concettuale più articolato e misurarsi con ulteriori problemi positivi.



13. *Trilateral bargaining* e opportunismo dell'imprenditore

La *trade sale* può risultare strumentale alla massimizzazione – se ne è detto – della complessiva ricchezza comune del *venture capitalist* e dell'imprenditore: in particolare, ove il valore di acquisizione dell'impresa sia maggiore del valore della medesima impresa nella prospettiva dell'indipendenza, la scelta di procedere alla *trade sale* dovrebbe rappresentare l'esito scontato del processo decisionale, nel senso che *venture capitalist* e imprenditore dovrebbero naturalmente essere inclini a procedervi indipendentemente dall'identità del soggetto cui è *ex contractu* fatto potere di assumere la relativa decisione.

La circostanza che l'esito finale del trasferimento del controllo totalitario degli *assets* dell'impresa dipenda dall'esito di un *trilateral bargaining*, fa però sì che, dal punto di vista dell'imprenditore, la *trade sale* possa fornire l'occasione per comportamenti opportunistici: infatti, ogniqualvolta il consenso dell'imprenditore sia necessario affinché l'operazione si realizzi e, al contempo, difettino – come per un momento si impone di assumere – previsioni che lo “costringano” (in senso lato) a prestare il proprio consenso, l'imprenditore può avere incentivi ad agire opportunisticamente, adottando una delle due strategie seguenti<sup>164</sup>.

---

<sup>164</sup> Su questi temi cfr. su tutti M.S. SAEZ LACAVE - N.B. GUTIERREZ, *cit.*, *passim*; ma anche, per osservazioni senz'altro utili pur se meno immediatamente rilevanti, G. CHEMLA - M.A. HABIB - A. LJUNGQVIST, *An Analysis of Shareholder Agreements* (2007), in *Journal of the European Economic Association*, pp. 93 ss., spec. p. 95, ma anche *passim*. Sia peraltro consentito procedere a una puntualizzazione. Il riferimento al *trilateral bargaining* merita una precisazione. La notazione sarebbe priva di pregio se non si aggiungesse che, nella letteratura più recente che analizza la struttura economica della relazione tra *venture capitalist* e imprenditore, l'espressione “*trilateral bargaining*” ha un preciso significato tecnico. Essa infatti allude a uno dei tanti problemi di opportunismo che la affliggono e che trova nella *trade sale* uno dei momenti fondamentali di estrinsecazione. Sul tema cfr. D.J. CUMMING - S.A. JOHAN, *cit.*, p. 46 e soprattutto pp. 53-54 e pp. 325-326, ove si fa riferimento alla situazione in cui, avendo il potere di trasferire il controllo dell'impresa, il *venture capitalist* si

### 13.1. *Hold-up*

L'imprenditore potrebbe innanzitutto tentare di sfruttare la situazione di incompletezza contrattuale esistente per far leva sul proprio diritto di proprietà per tentare di "barattare" il proprio consenso all'operazione con un incremento della remunerazione del proprio investimento<sup>165</sup>: per provocare una rinegoziazione delle regole che

---

determini nel senso di trasferirlo a un acquirente in un momento in cui l'impresa è ormai prossima all'insolvenza al fine di conseguire capitale a costi relativamente più bassi e mitigare il rischio di insolvenza. Pur potendo generare degli effetti favorevoli sia per l'imprenditore sia per il terzo acquirente, l'operazione potrebbe pregiudicare gli interessi del *venture capitalist*, il quale aveva investito in ragione dell'affidamento sulle capacità manageriali dell'imprenditore e non per subire le scelte di un soggetto sconosciuto che potrebbero generare effetti negativi sulla ricchezza del *venture capitalist* stesso. Questa è una delle situazioni in cui appunto si pone un problema di *trilateral bargaining*. Nel testo, l'espressione allude a un'altra di queste situazioni, che è quella in cui l'imprenditore, pur non avendo il potere di trasferire il controllo dell'impresa, sfrutti le caratteristiche dell'operazione di trasferimento del controllo totalitario per ottenere, in uno dei due modi descritti, un beneficio personale che altera l'efficienza distributiva della relazione con il *venture capitalist* e, proprio perciò, risulta problematico. In altre parole, si impiega l'espressione in un'accezione che non si giustifica in ragione della mera trilateralità delle negoziazioni, ma per le peculiari problematiche che essa vale a generare.

<sup>165</sup> I contratti sono per definizione incompleti e proprio tale incompletezza è un fondamentale presupposto per l'emersione dei problemi di opportunismo di cui si viene ora dicendo nel testo. Basti solo segnalare come l'incompletezza sia qui funzione del fatto che il contratto non può, per ovvie ragioni, specificare quale sia, con riferimento a ciascuno degli innumerevoli momenti in cui è astrattamente suddivisibile l'arco temporale lungo cui complessivamente si attua la relazione tra *venture capitalist* e imprenditore, quale esattamente sia la frazione di *surplus* cooperativo spettante a ciascun socio. Da qui, appunto, il problema dell'opportunismo nella forma dell'*hold-up* di cui si viene dicendo. Si noti che, nel discorrere di "incompletezza contrattuale" si intende far riferimento all'incompletezza in senso economico, ossia per richiamare la "*informational incompleteness*" e non invece la "*obligational incompleteness*": la prima si traduce nella limitatezza del set di circostanze di cui le parti hanno contezza e che perciò impediscono di immaginare ogni singolo stato del mondo rilevante nella prospettiva della ottimale redazione del contratto; la seconda comporta invece delle lacune prescrittive che appunto rendono "deficitario" sul piano della capacità del testo contrattuale, quale insieme di regole, di definire diritti e doveri delle parti. Per una lucida spiegazione del diverso modo di concettualizzare l'incompletezza da parte di economisti e giuristi (soprattutto per quanto attiene alla distinzione tra "*informational incompleteness*" e "*obligational completeness*"), cfr. R.E. SCOTT - G.G. TRIANTIS, *Incomplete Contracts and the Theory of Contract Design* (2005), in 56 *Cas. W. Res. L. Rev.*, pp. 187 ss., spec. pp. 190-191; ma anche, per diverse concettualizzazioni della nozione di contratto incompleto da parte di giuristi ed economisti, D.G. SMITH - B.G. KING, *Contracts as Organizations* (2009), in 51 *Arizona Law Review*, pp. 1 ss., spec. pp. 4-19.

governano la allocazione della ricchezza generata dalla relazione con il *venture capitalist*.

Infatti, essendo consapevole dell'essenzialità del proprio consenso ai fini dell'esecuzione dell'operazione, l'imprenditore potrebbe semplicemente negarlo, affermando, per esempio, che all'impresa egli attribuisce un valore idiosincratico di gran lunga maggiore perché "*it is the achievement of a lifetime*" e che la remunerazione conseguibile non è sufficiente a compensarne la "perdita"<sup>166</sup>.

Un esempio numerico, che muove dallo scenario di base sopra delineato<sup>167</sup> (senza tuttavia per ora dare rilievo alcuno alle preferenze liquidatorie), può essere utile.

Si pensi, per intendersi, alla situazione in cui, dopo aver supportato per un certo periodo di tempo lo sviluppo del progetto, a VC e EN si profili il fatidico momento della *trade sale*, in vista della quale VC e EN, da *insiders* muovono da una valutazione di Alfa pari a 1000, cui d'altro canto si contrappone l'offerta di un'impresa operante in un settore affine e che assegna a Alfa un valore pari a 3000.

Sulla scorta di questi numeri, nessun dubbio potrebbe sussistere in merito al fatto che dovrebbe procedersi alla *trade sale*. Si assuma, pertanto, che AQ finisca per conseguire il controllo di Alfa a fronte del pagamento di un prezzo compreso tra 1001 e 2999 e che sempre per semplicità si assuma essere pari a 2000. In applicazione delle regole contrattuali sull'allocazione del surplus cooperativo, 800 spetterebbero a VC e 1200 a EN.

Si superi questo assunto, ora; e si immagini la situazione in cui, sfruttando la circostanza che il proprio consenso è essenziale perché l'operazione possa aver luogo, EN esiga un premio "estorsivo", tale da conseguire una remunerazione "aggiuntiva" (ossia superiore a 1200).

---

<sup>166</sup> In tal senso, in una prospettiva identica a quella qui considerate, cfr. M.S. SAEZ LACAVE - N.B. GUTIERREZ, *cit.*, pp. 438-439, ove anche il virgolettato di cui nel testo.

<sup>167</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 12 (in fine).

A quel punto, VC potrebbe rifiutarsi di venire incontro alle opportunistiche “richieste” di EN, rinunciando ad effettuare un’operazione efficiente e, con essa, alla possibilità di conseguire il risultato premiante; oppure potrebbe assecondarne le pretese, in tal caso dovendo però accontentarsi di conseguire, a fronte degli investimenti effettuati, una remunerazione inferiore a quella altrimenti spettante in base ai patti originari (< 800).

### 13.2. *Free-riding*

In alternativa, sempre che il *venture capitalist* sia da solo in grado di trasferire il controllo dell’impresa (che è il naturale presupposto perché l’acquirente possa rimodulare le politiche gestorie e quindi per la creazione di ulteriore valore, indipendentemente dalla possibilità di appropriarsene integralmente<sup>168</sup>), l’imprenditore potrebbe semplicemente attendere che si pervenga a tale esito e a quel punto avvantaggiarsi degli sforzi volti a creare valore che il *partner* profonderà (c.d. “*free-riding*”)<sup>169</sup>.

---

<sup>168</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 12.

<sup>169</sup> Come ha notato la letteratura che ha affrontato la questione con riferimento alle dinamiche osservabili in seno al mercato del controllo societario nel caso di *takeovers*, il problema viene ad esistenza perché, a fronte di offerte produttive di valore, un socio potrebbe essere incentivato a non disinvestire, se non in cambio di utilità che riflettano appieno il valore degli incrementi di ricchezza attesi dal nuovo socio di controllo. Su questi temi, cfr. S.J. GROSSMAN - O.D. HART, *Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation* (1980), in *The Bell Journal of Economics* 11, pp. 42 ss.; nonché M. BURKART - F. PANUNZI, *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, in G. FERRARINI - K.J. HOPT - J. WINTER - E. WYMEERSCH (a cura di), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, 2003, Oxford, Oxford University Press, pp. XXVI-1104, pp. 155 ss. Per quanto consta, il tema è stato oggetto di teorizzazioni che, pressoché *in toto*, assumono a scenario di riferimento la società quotata per la quale sia pendente un’offerta pubblica di acquisto. Qui si è invece proceduto, sulla scorta della valorizzazione dei contenuti di quei pochi studi che – trattando il tema in una prospettiva parzialmente diversa da quella tradizionale o direttamente correlabile a quella in cui si pone questo elaborato – offrono immediato spunto di riflessione per correlare il problema del *free-riding* alle acquisizioni in generale: G. CHEMLA - M.A. HABIB - A. LJUNGQVIST, *cit.*, pp. 95 e 11:

Anche a tal proposito un semplice esempio numerico, che prende anch'esso le mosse dallo scenario di riferimento sopra considerato<sup>170</sup>, può rivelarsi utile.

Si assuma, in particolare, che AQ assegna all'impresa un valore pari a 3000 e che, se AQ potesse conseguire il controllo totalitario dell'impresa per via della scelta di VC e EN di procedere alla spontanea ma coordinata scelta di cedere le proprie partecipazioni, l'operazione si potrebbe concludere a 2000, di cui VC e EN riceverebbero, rispettivamente, 1200 e 800.

Essendo consapevole del fatto che la spesa sopportata da AQ non può che spiegarsi in ragione del fatto che le utilità che questi si attende di generare dall'operazione eccedono i costi fronteggiati e che gli sforzi che l'acquirente profonderà avvantaggerebbero anche qualsiasi altro socio che non abbia trasferito le proprie partecipazioni, EN potrebbe opportunisticamente rifiutarsi di cooperare con VC e conservare la propria posizione di socio nella prospettiva di conseguire una remunerazione del proprio investimento certamente superiore a quella conseguibile *hic et nunc* (ossia >800).

Alla luce di tale scelta, però, AQ sarebbe indotto a ridefinire il prezzo relativo alla partecipazione di VC in considerazione delle utilità complessive di cui EN si approprierà, sempre – si intende – che AQ sia interessato a conseguire il mero controllo dell'impresa e che lo “sconto” che gli si impone di praticare non sia tale da indurre VC a preservare la situazione attuale e, quindi, ad astenersi dal procedere all'operazione. In tali frangenti, VC conseguirebbe allora un prezzo “ridotto” (ossia <1200).

---

M.S. SAEZ LACAWE - N.B. GUTIERREZ, *cit.*, pp. 433 e 453-454; P. DAVIES, *The Transactional Scope of Takeover Law in Comparative Perspective (European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 313/2016)* (2016), disponibile sul sito del *Social Sciences Research Network* all'indirizzo <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>, p. 16, nt. 47; L. ENRIQUES, *A New Eu Business Combination Form To Facilitate Cross-Border M&A: The Compulsory Share Exchange* (2013), in *University of Pennsylvania Journal of International Law* 35, pp. 541 ss., spec. *passim*; e C. ANGELICI, *Fra mercato e società, cit.*, pp. 19 ss.

<sup>170</sup> Cfr. di nuovo *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 12 (in fine).

Tuttavia, avendo un interesse nel trasferire il controllo totalitario al fine di estrarre da AQ la massima frazione di valore possibile, VC potrebbe anche risolversi nel senso di rinegoziare con EN, il quale, allora, conseguirebbe un prezzo compreso tra quello che avrebbe conseguito se si fosse spontaneamente determinato nel senso di trasferire la propria partecipazione e quello che invece è l'insieme delle utilità che avrebbe conseguito se avesse conservato la propria posizione anche a seguito del trasferimento del controllo dell'impresa (per ipotesi, 1000 in luogo di 800).

Anche in tali frangenti, però, al vantaggio “estorsivo” conseguito da EN corrisponderebbe il ridimensionamento della remunerazione dell'investimento di VC (che, infatti, in luogo di 1200 dovrebbe contentarsi di 1000)<sup>171</sup>.

#### 14. Implicazioni dell'opportunismo e possibili espedienti

Pur significativamente definiti dalla letteratura gius-economica come “fratelli gemelli”, *hold-up* e *free-riding* sono fenomeni ben distinguibili (sul piano sia concettuale<sup>172</sup>, sia applicativo<sup>173</sup>), che – per quanto qui segnatamente rileva – sono tuttavia suscettibili di essere considerati congiuntamente in quanto entrambi assurgono a causa diretta dell'inefficienza distributiva della relazione di *business* esistente tra

---

<sup>171</sup> Anche questo esempio si basa sulla lettura di M.S. SAEZ LACAVE - N.B. GUTIERREZ, *cit.*, p. 429.

<sup>172</sup> Cfr. L. COHEN, *Holdouts and Free Riders* (1991), in 20 *The Journal of Legal Studies*, pp. 351 ss., ove un'ampia discussione volta a illustrare le differenze concettuali e applicative esistenti tra i due fenomeni.

<sup>173</sup> Il virgolettato “fratelli gemelli” di cui nel testo è di Z. GOSHEN, *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule* (1997), in 70 *Southern California Law Review*, pp. 741 ss., p. 747. per una discussione dell'impatto di tali fenomeni sul processo di *decision-making*, rilevante nella prospettiva dell'esercizio del diritto di voto in ambito assembleare. Per una più breve discussione, però, cfr. invece ID., *Voting (Insincerely) in Corporate Law* (2001), in 2 *Theoretical Inquiries in Law*, pp. 1 ss., at pp. 5-8.

*venture capitalist* e imprenditore in occasione della situazione di *trilateral bargaining* cui si è fatto riferimento; e, quindi, in quanto causa indiretta di ben più preoccupanti inefficienze allocative<sup>174</sup>.

Il che caldeggia la spedita ricerca di una soluzione che valga a prevenirle (che, anzi, valga a prevenire i fenomeni da cui scaturiscono, quali appunto l'*hold-up* e il *free-riding*), specialmente ove si consideri che, lungi dall'essere creature del mondo teorico, tanto l'uno quanto l'altro sono spesso osservabili anche nella quotidiana realtà degli affari: un recente e innovativo studio ha infatti rilevato come l'imprenditore tenda a sfruttare le proprie prerogative "proprietarie" al massimo delle proprie possibilità e, dunque, a "barattare" il proprio consenso alla *trade sale* in cambio di un più o meno significativo, ma improbabilmente modesto, *carve-out* di una frazione dei proventi dell'operazione originariamente non contemplato<sup>175</sup>.

---

<sup>174</sup> A generalizzazione dei concetti che si è tentato di illustrare negli esempi pocanzi svolti basti qui notare, come, con riferimento alla *trade sale*, possa parlarsi di *hold-up* ogniqualvolta l'imprenditore, pur essendo a conoscenza dell'efficienza di una *trade sale*, si rifiuti di trasferire la propria partecipazione al solo scopo di barattare il proprio consenso per un'incremento della propria remunerazione, cui, sempre che si faccia luogo a rinegoziazione, corrisponde una diretta e immediata riduzione della remunerazione del *venture capitalist*; laddove invece un imprenditore che indulga in *free-riding* porta la propria non-collaborazione a conseguenze ulteriori, nel senso che si disinteressa completamente della possibilità di strumentalizzare la vicenda per ottenere un risultato più che premiante e si concentra, invece, sull'opportunità offerta da un'operazione che avrà eventualmente luogo anche senza che vi abbia acconsentito, conducendo allo sfruttamento del terzo acquirente per conseguire una frazione di valore che, sempre che non comprometta l'esecuzione dell'operazione, indirettamente incide su quella conseguibile dal *venture capitalist*.

<sup>175</sup> Cfr. sul punto BROUGHMAN B.J. - FRIED J.M., *Renegotiation of Cash Flow Rights in the Sale of VC-backed Firms* (2010), in *Journal of Financial Economics* 95, pp. 384 ss., ove in sintesi si rileva – per quanto qui strettamente rileva – come sebbene "... [venture capitalist]'s cash flow rights are generally reliable in private sales, even when the [venture capitalist]'s exit as preferred shareholders and are most vulnerable to holdup", è però comunque innegabile che "the likelihood and magnitude of deviations from VCs' cash flow rights in favor of common shareholders are larger when common shareholders have more power vis-a-vis the [venture capitalist]'s. Everything else equal, the expected deviation is about \$1.5 million larger if [venture capitalist]'s lack a board majority and roughly \$1.6 million larger if the state corporate law chosen by the firm gives common shareholders relatively more leverage against the [venture capitalist]'s through that state's bundle of common shareholder rights. This suggests that such deviations are driven, at least in part, by the allocation of control within the firm".

Invero, si potrebbe obiettare che il *venture capitalist*, a fronte della condotta opportunistica dell'imprenditore, di regola, disponga di importanti poteri formali, ai quali si aggiungono altri mezzi informali, anch'essi utilizzabili al fine di indurre l'imprenditore ad assumere un atteggiamento cooperativo nella prospettiva di procedere a quella *trade sale* da cui dipende la massimizzazione della complessiva ricchezza comune<sup>176</sup>.

Si potrebbe per esempio sostenere che il *venture capitalist* può certamente avvalersi del potere di rimuovere l'imprenditore dalla propria posizione in seno all'impresa, ponendo fine al rapporto di "paternità" che notoriamente l'imprenditore intrattiene con la creatura nata dalla propria idea oppure, facendo leva sulla credibilità di cui gode presso la comunità d'affari di riferimento, potrebbe minacciarlo di rovinarne la reputazione, esito indesiderabile non soltanto per l'imprenditore seriale, ma anche per l'imprenditore che, come spesso accade, aspiri a conseguire, un giorno, una posizione di vertice in seno a un'impresa operante nel medesimo settore industriale o in uno affine<sup>177</sup>.

Sebbene evidenze aneddotiche confermino come i *venture capitalists* non disdegnino di ricorrere, ove necessario, a tali espedienti<sup>178</sup>, sembra che a dissuaderne un più diffuso utilizzo siano la limitata incisività e, soprattutto, i costi "indiretti" a essi associati<sup>179</sup>: il rischio ultimo è che il *venture capitalist* venga additato dalla comunità di riferimento come "intransigente ed anticooperativo".

È probabilmente anche in ragione di tale constatazione che allora si tende a ritenere imprescindibile la previsione di soluzioni più incisive, in grado di assicurare al *venture capitalist* di poter procedere, senza

---

<sup>176</sup> Cfr. B.B. BROUGHMAN - J.M. FRIED, *Carrots and Sticks*, cit., pp. 1333.

<sup>177</sup> *Id.*, pp. 1334-1336.

<sup>178</sup> *Id.*, p. 1338.

<sup>179</sup> Per esempio, la scelta di rimuovere l'imprenditore in prossimità di una *trade sale* potrebbe ritardarne o al peggio precluderne l'esecuzione; mentre il ricorso a tecniche ricattatorie (c.d. "*blackmailing*") potrebbe indurre altri imprenditori a guardare in futuro con diffidenza a quel *venture capitalist* o addirittura pregiudicarne la reputazione. Cfr. ancora B.B. BROUGHMAN - J.M. FRIED, *Carrots and Sticks*, cit., pp. 1340-1341.



ricorrere a espedienti di sorta, a una *trade sale* efficiente e così conseguire la concordata remunerazione dell'investimento senza esporsi al rischio di espropriazione di cui si è detto<sup>180</sup>.

## 15. La soluzione (*recte*: le soluzioni)

A tal proposito, sulla scorta delle indicazioni ricavabili dalla letteratura gius-economica internazionale, può dirsi che l'efficace risoluzione dei problemi scaturenti dal possibile contegno opportunistico dell'imprenditore possa dipendere da una varietà di strumenti<sup>181</sup>, tra cui – per quanto qui rileva – si segnalano due gruppi di meccanismi:

- (a) quelli che consentono al *venture capitalist* di procedere immediatamente e direttamente al trasferimento del controllo totalitario sugli *assets* dell'impresa (“*Full Control Transfer-enabling devices*”); e
- (b) quelli che consentono all'acquirente che abbia già acquisito il controllo sugli *assets* dell'impresa di conseguire una posizione di controllo totalitario (“*Full Control Acquisition-enabling devices*”).

### 15.1. *Full Control Transfer-enabling Devices*

Come si è osservato in precedenza, una delle strategie opportunistiche che l'imprenditore può implementare consiste nel

---

<sup>180</sup>*Id.*, p. 1348, ove si enfatizza l'utilità dei patti in virtù dei quali l'imprenditore si obbliga a trasferire la propria partecipazione.

<sup>181</sup> Per una ricognizione di tali tecniche contrattuali, cfr. P.A. KOSS - B. CURTIS EATON, *cit.*, p. 458.

“ricattare” il *venture capitalist* nella prospettiva di indurlo a rinegoziare e, in definitiva, spuntare un premio estorsivo.

In generale, sulla scorta di ragionamenti di ben più ampio respiro, la letteratura gius-economica che ha affrontato problemi analoghi ha concluso che, essendo l'*hold-up* espressione di un atteggiamento *lato sensu* non-cooperativo, una possibile soluzione del problema possa passare per l'attribuzione al soggetto “ricattabile” di un potere che, “assorbendo” le prerogative del soggetto “ricattante”, gli consenta di assumere una data scelta unilateralmente, rendendo in tal modo del tutto irrilevante la scelta dell'altro di collaborare o meno<sup>182</sup>.

Applicando questi ragionamenti al rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore con precipuo riferimento alla fase del disinvestimento tramite *trade sale*, può dirsi che la soluzione del problema dell'*hold-up* potrebbe allora essere rappresentata dall'attribuzione al primo del potere di trasferire il controllo dell'impresa senza che si renda a tal fine necessario acquisire il consenso del secondo<sup>183</sup>.

Pur nella sostanza sempre identico a sé stesso, tale potere potrebbe invero estrinsecarsi con modalità significativamente diverse. Sono infatti promanazione di quello stesso potere: la cessione dell'azienda seguita dalla liquidazione volontaria dell'impresa; la liquidazione volontaria strumentale alla vendita degli *assets*; la fusione con integrale conguaglio in denaro<sup>184</sup>; e la c.d. co-vendita da trascinamento<sup>185</sup>.

---

<sup>182</sup> Sulla “revoca” del potere dal cui esercizio dipende il potere di una parte contrattuale di provocare il fenomeno dell'*hold-up* quale soluzione al problema dell'*hold-up* stesso, cfr., in generale, P. AGHION - M. DEWATRIPONT - P. REY, *Renegotiation Design with Unverifiable Information* (1994), in *Econometrica* 62, pp. 257 ss., spec. p. 258.

<sup>183</sup> Cfr. C. BIENZ - U. WALZ, *Venture Capital Exit Rights* (2010), in *Journal of Economic & Management Strategy* 19, pp. 1071 ss., spec. p. 1077, ove il rilievo secondo cui tale potere “*avoids an exit from being delayed or stopped entirely by one party who is unwilling to sell*”.

<sup>184</sup> Così a proposito della *cash-for-stock merger*, ma con ragionamento estensibile certamente anche alla liquidazione, si esprimono Z. GOSHEN - A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision* (2016), in *The Yale Law Journal* 125, pp. 560 ss., p. 614, nt. 169 e testo corrispondente. V. però le precisazioni svolte in seguito circa la sostanziale irrilevanza del “*deal currency*”: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 21 (in fine).

Pur operando sui tre diversi piani dell'*asset sale*, dell'*asset combination* e dello *share transfer* e proprio perciò presentando ciascuna vantaggi e svantaggi vari in considerazione dei quali si impone di graduarne la complessiva convenienza ed efficienza transattiva, tali operazioni sono tutte in astratto utili, nella prospettiva del *venture capitalist* che necessita del potere di trasferire il controllo degli *assets* all'acquirente senza il consenso dell'imprenditore e, quindi, pervenire al risultato desiderato.

Proprio perciò, indipendentemente dalla circostanza il potere di provocare una di tali operazioni tragga origine dalle norme dispositive tipiche della disciplina societaria di riferimento<sup>186</sup> o dall'autonomia negoziale delle parti<sup>187</sup>, la cessione dell'azienda seguita dalla liquidazione volontaria dell'impresa, la liquidazione volontaria strumentale alla vendita degli *assets*, la fusione con integrale conguaglio

---

<sup>185</sup> Sulla strumentalità delle prime tre operazioni al superamento del problema dell'*hold-up* e sulla loro equivalenza funzionale, cfr. R.J. GILSON - B.S. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Westbury (NY), Foundation Press, 1995 (2a ed.), pp. LXXVI-1603, spec. pp. 639 ss.; e J.C. COATES IV, *Mergers, Acquisitions and Restructuring: Types, Regulation, and Patterns of Practice*, in J.N. GORDON - W.-G. RINGE (a cura di), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, OUP, 2016, Kindle Edition, § 1 ss. Cfr. anche D. KERSHAW, *Principles of Takeover Regulation*, Oxford, OUP, 2016, XXXVI-380, pp. 31 ss. Per quanto concerne la co-vendita da trascinamento (intesa per ora – ma v. le precisazioni di cui *infra*, Capitolo II, *sub* § 25.1 – come l'operazione in virtù della quale, su iniziativa di un socio, si perviene al trasferimento a un terzo genuinamente indipendente delle partecipazioni del socio che decide di procedervi e di almeno un altro socio ai medesimi termini, innanzitutto di prezzo) alle conclusioni di cui nel testo si perviene sulla scorta di M.S. SAEZ LACAVERE - N.B. GUTIERREZ, *cit.*, pp. 438-439, ove si discute della funzione della clausola in virtù della quale si fa al *venture capitalist* il potere di provocare il co-trasferimento al terzo della propria partecipazione insieme a quella dell'imprenditore; e G. CHEMLA - M.A. HABIB - A. LJUNGQVIST, *cit.*, p. 95, ove la notazione secondo cui “[d]rag-along rights deny the parties the ability to increase their share of the payoff by threatening to hold out on a value-increasing trade sale”. Sul tema si avrà modo di tornare ampiamente, *infra*, Capitolo II, *sub* § 25.

<sup>186</sup> Come si vedrà, è questo il caso con riferimento all'esperienza statunitense nel caso in cui il *venture capitalist* controlli organo assembleare e amministrativo, perché, in tali frangenti, il potere di provocare la *cash-for-stock merger* è già implicito nel contratto sociale: cfr. *infra*, Capitolo II, *sub* §§ 22 ss.

<sup>187</sup> Come si vedrà, è questo il caso con riferimento all'esperienza italiana nel caso in cui il *venture capitalist* e l'imprenditore abbiano convenuto, a prescindere dalla consistenza delle rispettive partecipazioni, una clausola di trascinamento che contempli il potere del primo di provocare la co-vendita ad trascinamento: cfr. *infra*, Capitolo II, *sub* §§ 24 ss.

in denaro e la c.d. co-vendita da trascinamento possono considerarsi come il precipitato operativo di un identico potere che il *venture capitalist* – ove ne disponga – può esercitare al fine di risolvere il problema dell'*hold-up*, neutralizzando in modo diretto e immediato il timore di una *trade sale* distributivamente inefficiente e potenzialmente foriera di inefficienze anche sul versante allocativo.

## 15.2. *Full Control Acquisition-enabling Devices*

Accanto alla soluzione appena considerata, che fa dipendere la soluzione del problema derivante dall'atteggiamento non collaborativo dell'imprenditore dal conferimento di un potere unilaterale al *venture capitalist*, può però immaginarsene anche un'altra, che riflette le peculiarità della seconda strategia opportunistica che l'imprenditore potrebbe implementare: il c.d. *free-riding*<sup>188</sup>, che nello specifico contesto in esame consiste – come si è visto<sup>189</sup> – nell'inclinazione dell'imprenditore a non accettare offerte che non riflettano appieno gli incrementi di valore della propria partecipazione associati al mutamento del controllo dell'impresa.

Almeno in quei casi in cui il *venture capitalist* sia in grado di trasferire all'acquirente il fascio di poteri da cui dipende il controllo dell'impresa e sia perciò possibile un'operazione di trasferimento del controllo<sup>190</sup>, il superamento dell'atteggiamento opportunistico dell'imprenditore potrebbe dipendere dalla previsione, in favore

---

<sup>188</sup> Del *free-riding* si è già detto: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 13.2, cui si rinvia per i fondamentali riferimenti bibliografici.

<sup>189</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 13.2.

<sup>190</sup> Che – come noto – è il presupposto perché l'acquirente possa rimodulare le politiche gestorie e quindi per la creazione quell'ulteriore frazione di valore in vista della cui attualizzazione è incentivato a procedere all'operazione: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 15.2.

dell'acquirente, del potere di acquistarne “forzatamente” la partecipazione<sup>191</sup>.

A un tale risultato può pervenirsi con varie tecniche, di origine legale o contrattuale, operanti sul piano delle operazioni straordinarie (*business combination*) o della cessione delle partecipazioni (*share transfer*) e ciascuna con varie modalità<sup>192</sup>.

Qualunque sia l'origine di tali meccanismi, l'effetto ultimo è però sempre identico: consapevole del fatto che, a seguito del trasferimento del controllo, l'acquirente potrà escluderlo dall'impresa a condizioni che riflettono quelle alle quali avrebbe potuto (e, nella prospettiva della massimizzazione della complessiva ricchezza comune che governa il contratto con il *venture capitalist*, anche dovuto) vendere la propria partecipazione, l'imprenditore non avrebbe più alcun incentivo – come la letteratura internazionale ha autorevolmente sottolineato<sup>193</sup> – a rifiutarsi di trasferire la propria partecipazione già nel momento in cui il *venture capitalist* vi provvede, nella già segnalata prospettiva di tentare di

---

<sup>191</sup> L'acquirente deve cioè poter porre in essere un'operazione in virtù della quale forzare l'imprenditore a liquidare il proprio investimento: ossia un *freeze-out*, sì come assai ampiamente definito da R.C. CLARKS, *Corporate Law*, Boston-Toronto, Little Brown, 1986, pp. XXVII-837, spec. p. 499, ove si legge “[f]reezeouts are transactions in which those in control of a corporation use their control to force non-controlling shareholders to lose their status as a shareholders with an equity interests in the business operations of that corporation. Freezeouts occur when the insiders force the noncontrolling shareholders to sell their shares or otherwise disinvest”.

<sup>192</sup> Oltre a uno *share transfer* realizzato direttamente per effetto di un acquisto “forzoso”, è infatti immaginabile anche un “*reverse share split*”, che non è altro che un'altra tecnica utilizzabile per pervenire a un *freeze-out*. Sul punto cfr. ancora R.C. CLARKS, *cit.*, pp. 500-504.

<sup>193</sup> Sul punto, cfr. P. DAVIES, *The Transactional Scope*, *cit.*, p. 16, nt. 47, ove si nota come il diritto di *squeeze-out* sia una tipica caratteristica delle legislazioni in materia di *takeovers*; come la funzione del detto meccanismo sia quella di rimuovere gli incentivi dei soci della *target* a non trasferire le proprie partecipazioni per un prezzo inferiore a quello che esse avrebbero se riflettessero *pro rata* gli aumenti di valore associabili alla modifica delle politiche gestorie e delle sinergie che l'acquirente si propone di conseguire; e come tale meccanismo debba di regola essere previsto da discipline legali, per poi però concludere che invero è pure possibile replicarne gli effetti tramite una *drag along provision* di origine negoziale.

conseguire le utilità aggiuntive derivanti dalla creazione di ulteriore valore da parte dell'acquirente<sup>194</sup>.

In letteratura, i meccanismi impiegabili a tal fine sono stati definiti “meccanismi di esclusione” (“*exclusionary mechanisms*”)<sup>195</sup> o anche, in termini forse più neutrali, come “opzioni di acquisto forzoso” (“*compulsory purchase options*”)<sup>196</sup>; ma la circostanza che a essi qui si guardi in quanto strumenti precipuamente volti a consentire all'acquirente di pervenire al completamento di un'operazione di trasferimento del controllo totalitario consente di definirli, sinteticamente, anche come *Full Control Acquisition-enabling Devices*.

## 16. Equivalenza funzionale e massimizzazione della ricchezza

Pur tra loro diversi, perché disegnati per far fronte alle diverse caratteristiche delle strategie opportunistiche implementabili dall'imprenditore e pur perciò esibendo modalità operative diverse, *Full Control Transfer-enabling Devices* e *Full Control Acquisition-enabling Devices* sono entrambi in grado di rendere l'accordo tra *venture capitalist*

---

<sup>194</sup> Indicazioni in tal senso ancor più chiare e perciò qui ancor più utili si ricavano, poi, anche dalla lettura dello scritto (precedente a quello di P. DAVIES, *The Transactional Scope*, cit.) di M.S. SAEZ LACAVE - N.B. GUTIERREZ, cit., pp. 453-545, ove si sottolinea, pur parlandosi solo di “[a] certain parallelism”, tra co-vendita da trascinamento (e operazioni a essa equivalenti) e *squeeze-outs* (e operazioni equivalenti): parallelismo che sarebbe giustificabile in ragione del fatto che le due operazioni sarebbero preordinate a risolvere il problema del *free-riding*, in quanto entrambe perseguirebbero l'obiettivo di implementare “*formulas that encourage or force shareholders to sell*”.

<sup>195</sup> Cfr. Y. AMIHUD M. KAHAN R.K. SUNDARAM, *The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers* (2004), in *The Journal of Finance* 59, pp. 1325 ss., p- 1326 e *passim*.

<sup>196</sup> G.K. YARROW, *Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process* (1985), in *The Journal of Industrial Economics* 34, pp. 3 ss., spec. p. 12.

e imprenditore “*self-enforcing*”<sup>197</sup> e sono, almeno in astratto, intercambiabili sul piano operativo.

In realtà, però, sembra possibile ipotizzare che tra gli uni e gli altri esista anche un rapporto di perfetta equivalenza funzionale<sup>198</sup>: lo spunto per elaborare un ragionamento in tal senso proviene da un'autorevole letteratura internazionale, che ha di recente richiamato l'attenzione sul rapporto di equivalenza sussistente tra una *cash-for-stock merger* e un'offerta di acquisto seguita da uno *squeeze-out*, cui può guardarsi come a due esempi paradigmatici di meccanismi dell'uno e dell'altro tipo<sup>199</sup>.

Il ragionamento sulla scorta del quale si è pervenuti a quella conclusione è, in sintesi, il seguente: la previsione del potere di trasferire unilateralmente il controllo totalitario sugli *assets* dell'impresa vale a fondare un potere utile a risolvere il problema del c.d. *hold-up*. Tuttavia, al contempo, quello stesso potere vale anche a precludere in radice l'emersione dei presupposti perché un socio possa essere incentivato a non accettare, a seguito di offerte produttive di valore, offerte in qualsiasi misura inferiori a un prezzo che rifletta il pieno valore degli incrementi di ricchezza attesi dal nuovo socio di controllo, cioè il *free riding*. D'altro canto è anche vero che la previsione di un diritto di acquisto in favore

---

<sup>197</sup> Al riguardo basti per ora notare (sulla scorta di quanto rilevato da P.A. KOSS - B. CURTIS EATON, *loc. ult. cit.*) come tale qualificazione sia da riferire a quei contratti che prevedano poteri che, in caso di contegno opportunistico di un contraente, possano essere esercitati per pervenire alla medesima soluzione cui si sarebbe pervenuti se ciascun contraente avesse agito in modo non opportunistico o se si fosse data la possibilità di procedere a un *enforcement* “perfetto” (ammesso che un tale tipo di *enforcement* in effetti esista nella realtà). In tema di *self-enforcing corporate law* e, dunque, sulle varie tecniche contrattuali utilizzabili al fine di garantire l'*enforcement* delle promesse tra soci cfr., pur se con riferimento alla disciplina delle *publicly held companies*, B.S. BLACK - R. KRAAKMAN, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law* (1996), in *Harvard Law Review* 109), pp. 1911 ss.

<sup>198</sup> Sia chiaro: non si allude all'equivalenza “interna” delle operazioni riconducibili ai due gruppi, che non è revocabile in dubbio. Si allude, invece, all'equivalenza funzionale esistente tra le operazioni che trovano la propria causa efficiente nei *Full Control Acquisition-enabling Devices* e quelle che invece originano dai poteri previsti dai *Full Control Transfer-enabling Devices*.

<sup>199</sup> Cfr. P. DAVIES, *The Transactional Scope*, *cit.*, p. 16, ntt. 46-47 e testo corrispondente, ove la notazione secondo cui “[p]rovided the merger procedure ... allows cash to be used without constraint as merger consideration, a statutory merger can be used to replicate the economic result of a contractual offer, coupled with a post-bid squeeze-out of the non-accepting shareholders”.

dell'acquirente opera in modo speculare: inibisce il *free-riding* e, perciò, neutralizza *ab ovo* il rischio di *hold-up*.

Il risultato conseguibile tramite gli uni e gli altri, dunque, è – per quanto qui rileva – identico: tanto gli uni quanto gli altri consentono di ovviare efficacemente ai problemi osservabili nel contesto di negoziazioni trilaterali per via dell'atteggiamento non cooperativo dell'imprenditore; e, quindi, di procedere alla *trade sale* e ripartire i proventi in conformità alle originarie regole sull'allocazione del *surplus*.

Sembra allora possibile affermare che, al netto della varietà di forme che possono esibire, *Full Control Acquisition-enabling Devices* e *Full Control Transfer-enabling Devices* siano funzionalmente equivalenti.

A ben vedere, infatti, la tecnologia ultima su cui essi si basano riflette sempre l'esigenza di estromettere l'imprenditore dal processo decisionale rilevante ai fini dell'effettuazione dell'operazione; e si risolve pur sempre in un'opzione il cui prezzo di esercizio è determinato in funzione delle negoziazioni intercorse tra il *venture capitalist* e il terzo acquirente<sup>200</sup>.

Sia la *cash-for-stock merger* sia lo *share transfer* totalitario sembrano infatti basarsi entrambi sulla previsione implicita di un'opzione di acquisto (*call option*) sulla partecipazione dell'imprenditore in favore del *venture capitalist* a un prezzo determinato in funzione delle negoziazioni tra quest'ultimo e l'acquirente.

In modo del tutto analogo e speculare, i meccanismi di completamento dell'operazione di trasferimento del controllo sembrano implicare la previsione di una *call option* in favore dell'acquirente sulla

---

<sup>200</sup> L'affermazione replica, riformulandole, le conclusioni sul punto rassegnate da G. CHEMLA - M.A. HABIB - A. LJUNGQVIST, *cit.*, spec. pp. 95 e 115, ove, rispettivamente, si rintraccia l'essenza ultima del potere di un socio di trasferire a un terzo il controllo totalitario degli assets dell'impresa tramite una co-vendita da trascinarsi (o operazione equivalente) in "*an option with a strike price determined endogenously after the valuation is realized*" e si afferma che tale potere è equivalente a quello attivabile a seguito di un'operazione di acquisizione del controllo "*which allow[s] the acquiror of a control block to squeeze minority shareholders out of the firm*".



partecipazione dell'imprenditore a un prezzo determinato in funzione delle negoziazioni tra il primo e il *venture capitalist*<sup>201</sup>.

Se ci si limitasse a tale osservazione si perverrebbe all'instaurazione di un parallelo apprezzabile sul mero piano dell'equivalenza funzionale, laddove sembrano darsi, invece, anche elementi che suggeriscono di portare il discorso a conseguenze ulteriori.

Il dato da cui partire è che in ambo i casi lo *striking price* non è suscettibile di essere considerato quale funzione di una negoziazione che il *venture capitalist* può condurre "autoreferenzialmente"; ma deve, al contrario, essere concepito come funzione di una negoziazione che, in linea con la logica di fondo del contratto tra *venture capitalist* e imprenditore, risponda alla regola della massimizzazione della complessiva ricchezza comune.

Il potere di fissare il prezzo a cui, nell'uno o nell'altro caso, sarà trasferita o acquistata la partecipazione dell'imprenditore origina del contratto tra *venture capitalist* e imprenditore: si tratta, per la precisione, del potere decisionale da cui dipende la definizione dei termini della fase conclusiva della relazione contrattuale, senza che la circostanza che la relazione stia per esaurirsi consenta di ipotizzare che l'esercizio dei poteri a essa preordinati non obbediscano alla medesima logica che ne ha informato l'implementazione in qualsiasi altro momento precedente.

Se corrette, tali notazioni valgono a conferire al potere del *venture capitalist* una veste formale che resta nella sostanza immutata a prescindere sia (i) dalla circostanza che l'esercizio dell'opzione si traduca in una decisione dal rilievo autenticamente organico e che si risolva per esempio in un *asset combination* ovvero assunta dal *venture capitalist* in quanto socio e che si risolva perciò in uno *share transfer*; sia (ii) dalla circostanza – forse più importante per certi aspetti – che sia un contegno apparentemente rilevante sul mero piano fattuale ma invero determinante nella prospettiva delle utilità attese dall'imprenditore in fase di disinvestimento.

---

<sup>201</sup>*Id.*, *passim*.

Si intende cioè affermare, ragionando sempre sul piano economico, che la massimizzazione dello *striking price*, quale indicatore dell'aderenza delle scelte del *venture capitalist* alla regola della massimizzazione della complessiva ricchezza comune, è obiettivo che a questi si impone di perseguire a prescindere dalla circostanza che il trasferimento del controllo totalitario si attui per effetto di un'operazione che – come un'*asset combination* – presuppone una manifestazione di volontà della società ovvero mediante un'operazione che – come uno *share transfer* – postula invece una decisione individuale del socio.

Tale regola, inoltre, vale anche con riferimento alle operazioni in cui, essendosi attribuito al terzo acquirente il potere di acquistare la partecipazione dell'imprenditore, il *venture capitalist*, nell'esercizio di una libertà apparentemente incondizionata e priva di immediate conseguenze sulla sfera dell'imprenditore, “si limita” a porre in essere il presupposto di mero fatto da cui dipende, in un momento immediatamente successivo, l'esercizio dell'opzione di acquisto da parte dell'acquirente.

Il medesimo concetto può essere altresì espresso anche nei più prosaici termini seguenti. Nel caso di una *cash-for-stock merger* o di una co-vendita da trascinamento è scontato, sul piano dell'economia del sottostante contratto, che le determinazioni del *venture capitalist* debbano essere preordinate alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune, perché è manifesto che il *venture capitalist* sta esercitando un potere dal rilievo autenticamente contrattuale che, in quanto tale, non può non obbedire alla logica della massimizzazione della complessiva ricchezza comune. Altrettanto scontato è che, dal punto di vista economico, a ciò corrisponda la legittima aspettativa dell'imprenditore a che il *venture capitalist* sfrutti il potere attribuitogli in modo pieno, estraendo dall'acquirente la più ampia frazione di *surplus* cooperativo possibile.

Analoghi rilievi, tuttavia, possono validamente svolgersi anche con riferimento allo scenario in cui al trasferimento del controllo totalitario si pervenga per effetto di un'operazione in virtù della quale è il terzo acquirente ad essere titolare dell'opzione di acquisto delle partecipazioni, per così dire, “residuali” a un prezzo che sia funzione delle negoziazioni precedentemente intervenute con il *venture capitalist*.

Da quanto rilevato discende, allora, che *Full Control Acquisition-enabling Devices* e *Full Control Transfer-enabling Devices* possono considerarsi non soltanto – per quanto già osservato – operazioni funzionalmente equivalenti, ma anche operazioni dalla struttura economica identica e perciò idealmente sovrapponibile<sup>202</sup>.

- Sezione D: LA *TRADE SALE*: PROBLEMATICITÀ *EX POST* -

17. La potenziale problematicità della *trade sale*<sup>203</sup>

L'attribuzione al *venture capitalist* del potere di provocare il trasferimento del controllo totalitario degli *assets* dell'impresa o di creare i presupposti perché si pervenga al consolidamento del controllo già fatto oggetto di trasferimento risponde – per quanto detto – a una logica efficientistica, che può essere alternativamente perseguita tramite due soluzioni che conducono alla effettuazione di operazioni funzionalmente equivalenti e comunque informate alla logica della massimizzazione della complessiva ricchezza comune.

---

<sup>202</sup> Tali conclusioni, sempre che si lascino condividere, hanno rilievo teorico: altro poi è verificare che tali meccanismi siano in effetti impiegabili e, prima ancora, “disegnabili” e eventualmente *enforceable*: cfr. a tale ultimo proposito quanto per esempio rilevato *infra*, Capitolo II, *sub* § 32.2.3.

<sup>203</sup> Ai fini della elaborazione di questa parte dello scritto particolarmente utili sono state le conversazioni avute con Danny I. Blaustein, cui perciò ci si sente di tributare un sentito ringraziamento, anche per aver acconsentito, poi, alla lettura di un manoscritto, per ora inedito, in cui si delineano le funzioni di *payoff* del *venture capitalist* e dell'imprenditore nell'esperienza statunitense e che ha ispirato la delineazione, qui, dei grafici riprodotti in seguito anche ad illustrazione delle detto funzioni di *payoff* nell'esperienza italiana.

Proprio in conformità a tale logica, nel momento in cui si profila la possibilità di procedere alla *trade sale* e, quindi, l'alternativa tra il procedervi ovvero preservare l'indipendenza dell'impresa, il *venture capitalist*, in quanto *decision-maker*, sarà *ex contractu* tenuto – se ne è sommariamente già detto – a selezionare l'opzione in grado di massimizzare la complessiva ricchezza comune.

Così, a voler indulgere in specificazioni banali ma utili nella prospettiva delle osservazioni cui si procederà oltre, il *venture capitalist* dovrà trasferire il controllo totalitario degli *assets* dell'impresa se il valore che tale operazione è in grado di generare è maggiore del valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza; e, viceversa, non dovrà procedere in tal senso e, quindi, dovrà preservare l'indipendenza dell'impresa, se il valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza è maggiore di quello conseguibile tramite la *trade sale*.

Nella realtà, tuttavia, potrebbe non pervenirsi a tali esiti. Potrebbero infatti aprirsi scenari problematici di vario tipo, in cui il *venture capitalist*, ormai *dominus* assoluto – per quanto detto – della fase del disinvestimento, potrebbe risolversi nel senso di adottare una decisione diversa da quella che la logica della massimizzazione della complessiva ricchezza comune imporrebbe di assumere<sup>204</sup>.

## 18. Gli scenari problematici

Prescindendo – per quanto fatto oggetto di un necessitato assunto – dalla considerazione delle ipotesi in cui nel corso del processo decisionale strumentale al trasferimento del controllo degli *assets* dell'impresa al terzo acquirente si pongano problemi a causa dei quali si

---

<sup>204</sup> Alla “intrinseca” problematicità della scelta di attribuire al *venture capitalist* il potere di decidere di procedere alla *trade sale* accennano C. BIENZ - U. WALZ, *Venture Capital Exit Rights*, cit., p. 1077, ove si nota come proprio tale “*brings potential newproblems, because the VC could try to sell the firm for a low price to a buyer*”, che, esempio, potrebbe “*compensate the VC via kickbacks*”.

pervenga a una *trade sale value-increasing* ma non anche *value maximizing*<sup>205</sup> e pure da scenari problematici “generici” di cui qui non preme dar conto<sup>206</sup>, sono comunque varie le situazioni in cui il *venture capitalist* potrebbe agire in modo diverso da quanto si imporrebbe *ex contractu*.

Ad un primo gruppo di scenari problematici essi si lasciano ricondurre tutte le condotte opportunistiche che originano dalle modalità con cui è organizzata l’industria del risparmio gestito o con cui è gestito il ciclo di investimento: se ne dice subito brevemente.

Sul piano organizzativo, la *venture capital firm* esibisce – come si è accennato – caratteristiche che implicano la co-esistenza di un insieme di relazioni di identico tipo con una molteplicità di imprenditori. Inoltre, in seno alle *portfolio companies* che ha deciso di supportare, il *venture capitalist* dispone – come si è detto – di importanti poteri decisionali. Dalla combinazione di tali circostanze potrebbe scaturire l’emersione di

---

<sup>205</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 12 (in fine).

<sup>206</sup> L’aggettivazione di cui al virgolettato nel testo ha una precisa spiegazione che appare opportuno illustrare sin da subito, in un certo senso a utile anticipazione di quanto si avrà successivamente modo di osservare a proposito della *trade sale* avente a oggetto una *venture capital-backed firm* dalla struttura finanziaria semplice (in gergo, “*plain vanilla*”). Come si avrà modo di rilevare a breve nel testo, l’enucleazione in capo al *venture capitalist* di provocare la *trade sale* dell’impresa fa sì che questi possa essere condizionato, all’atto di esercitare tali poteri da una varietà di fattori la cui rilevanza è tipicamente da circoscrivere appunto al contesto delle *venture capital-backed firms*, perché funzione di dinamiche tipicamente osservabili in seno all’industria del risparmio gestito; o generate dalla peculiarità della struttura finanziaria dell’impresa. Tali profili di problematicità della *trade sale* possono perciò dirsi “speciali”, in quanto osservabili, non esclusivamente ma tipicamente, appunto in tale contesto. Altri profili di problematicità sono invece “generici” nel senso che attengono a qualsiasi impresa e sono correlati semplicemente al fatto della disponibilità del potere di provocare la *trade sale*, senza che sia invece necessario che si tratti di un *venture capitalist* o di operatore di altro settore dell’industria del risparmio gestito: se ne dirà, pur solo incidentalmente e in nota, all’atto di discutere le ragioni per cui anche in una società con struttura finanziaria piana, nonostante il tendenziale allineamento degli interessi dei soci, possono comunque venire ad esistenza situazioni in cui il *venture capitalist* potrebbe implementare una strategia inidonea a massimizzare la complessiva ricchezza comune, in spregio alla logica economica che informa la relazione contrattuale.

quei noti problemi riscontrabili nel contesto dell'industria del risparmio gestito<sup>207</sup>.

Così, in particolare e per esempio, potrebbe accadere che, nel caso di competizione tra gli interessi riferibili a due o più *portfolio companies*, al *venture capitalist* sia, per un verso, precluso di definire con nettezza quale sia la scelta ottimale da assumere per via del possibile conflitto tra le "istruzioni" derivanti dall'economia di ciascuno dei singoli rapporti esistenti<sup>208</sup>; e, per altro verso, sia fatto potere di indurre trasferimenti di ricchezza da una *portfolio company* all'altra<sup>209</sup>.

---

<sup>207</sup> Per una ampia panoramica delle problematiche esistenti in seno all'industria del risparmio gestito in generale, cfr., nel contesto di un'ampia letteratura giuridico-economica, soprattutto J. FRANKS - C. MAYER - L. CORREIA DA SILVA, *Asset Management and Investor Protection. An International Analysis*, Oxford, OUP, 2003, pp. XII-290. Si tratta di un problema conseguente alla struttura dell'industria del risparmio gestito in monte: per una discussione dei conflitti di interesse che per tale ragione possono emergere cfr., in generale, J. MORLEY, *cit.*, spec. pp. 1261 ss.; e con specifico riferimento all'industria del *private equity* e del *venture capital*, soprattutto W.A. BIRDTHISTLET - M.T. HENDERSON, *One Hat Too Many? Investment Desegregation in Private Equity* (2009), in 76 *The University of Chicago Law Review*, pp. 45 ss. Cfr. inoltre U. BHATTACHARYA - J.H. LEE - V.K. POOL, *Conflicting Family Values in Mutual Fund Families* (2013), in 68 *Journal of Finance*, pp. 173 ss.; G.F. DAVIS - E.H. KIM, *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds* (2007), in 85 *Journal of Financial Economics*, pp. 552 ss.

<sup>208</sup> Le situazioni – come quella delineata nel testo – in cui un dato soggetto è parte, in qualità di *agent*, di una molteplicità di rapporti di agenzia (in senso economico) sono definite situazioni di "*common agency*", la cui problematicità, dal punto di vista dell'*agent*, deriva dalla circostanza che una pluralità di soggetti (per esempio, investitori o, qui, imprenditori) affidano la cura di un proprio interesse a un dato soggetto (per esempio un *manager* o, qui, un'identica *venture capital firm*) o comunque risentono delle conseguenze delle scelte da questi assunte. Il tema ha formato oggetto di un'importante letteratura: cfr. per esempio B.D. BERNHEIM - M. WHINSTON, *Common Agency* (1986), in 54 *Econometrica*, pp. 923 ss.; J.S. DEMSKI - D. SAPPINGTON, *Optimal Incentive Contracts with Multiple Agents* (1984), in 33 *Journal of Economic Theory*, pp. 152 ss.; B. HOLMSTRÖM - P. MILGROM, *Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design* (1991), in 7 *Journal of Law, Economics & Organization*, pp. 24 ss.

<sup>209</sup> Se dal punto di vista dell'*agent*, la situazione di *common agency* può risultare problematica per via delle difficoltà di definire la strategia da implementare a fronte della molteplicità di "segnali" provenienti dai vari *principals* ai quali risponde, dal punto di vista di questi ultimi il problema è il c.d. "*Hydra Factor*": al *multiple agent* è infatti riconducibile una pluralità di poteri che gli permettono di intervenire negli affari di una pluralità di soggetti, condizionandoli in senso favorevole all'uno o all'altro. In argomento cfr., per la formulazione del problema, J. ADAMS, *Principals and Agents, Colonialists and Company Men: The Decay of Colonial Control in the Dutch East*

Si pensi, tanto per fare un esempio, alle situazioni, di cui peraltro un'abbondante aneddotica conferma la ricorrenza<sup>210</sup>, in cui il *venture capitalist* è indotto a sacrificare la *portfolio company* Beta per agevolare la *portfolio company* Alfa, trasferendo a quest'ultima il controllo degli *assets* di valore (i cc.dd. “*crown jewels*”<sup>211</sup>) della prima<sup>212</sup>.

Sul piano funzionale, invece, il *venture capitalist* assume delle scelte che risentono della strategia di gestione “complessiva” del portafoglio degli investimenti effettuati<sup>213</sup>; e tale influenza si potrebbe manifestare anche in occasione della definizione delle strategie gestorie implementabili nelle singole imprese che ha deciso di supportare.

---

*Indies* (1996), in *American Sociological Review* 61, pp. 12 ss.; e per una trattazione che ne palesa la rilevanza pratica, K. PISTOR - J. TURKEWITZ, *Coping with Hydra - State Ownership after Privatization*, in R. FRYDMAN - C.W. GRAY - A. RAPACZYNSKI A (a cura di), *Corporate Governance in Central Europe and Russia - Insiders and the State*(vol. 2), Budapest, Central European University Press, 1996, pp. VI-310, pp. 192 ss.

<sup>210</sup> Cfr. per esempio M. ARRINGTON, *FilmLoop Betrayed By Investors?*, in *TechCrunch*, 12 febbraio 2007, disponibile all'indirizzo <<https://web.archive.org/web/20120521194951/http://techcrunch.com:80/2007/02/12/filmloop-betrayed-by-investors/>>.

<sup>211</sup> Di “gioielli della corona” si discorre per far riferimento agli *assets* strategici di un'impresa (che nelle *venture capital-backed firm* hanno tipicamente natura immateriale, trattandosi principalmente dei brevetti concernenti il prodotto o servizio innovativo che si aspira a mettere quanto prima sul mercato: cfr. D. KLINE, *Sharing the Corporate Crown Jewels* (2003), in *MIT Sloan Management Review* 44, pp. 89 ss.). L'espressione è impiegata in letteratura soprattutto per far riferimento a una strategia difensiva nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto ostili, in quanto il trasferimento degli *assets* strategici è evidentemente finalizzato a frustrare il tentativo del *raider* di conseguire il controllo. Cfr., tra i tanti, E. BERKOVITCH - N. KHANNA, *How Target Shareholders Benefit from Value-Reducing Defensive Strategies in Takeovers* (1990), in *The Journal of Finance* 45, pp. 137 ss.

<sup>212</sup> Ed infatti vi accennano, per esempio, J.M. FRIED - M. GANOR, *cit.*, spec. p. 973, nt. 14, ove si nota come i *venture capitalists* “... *might take corporate opportunities from one portfolio company and give them to other portfolio companies in which they have larger stakes*”.

<sup>213</sup> Su questi temi si rinvia a quanto pur essenzialmente rilevato *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 8.3, ove il rilievo – qui sintetizzato per comodità – secondo cui la conformazione dell'articolato negoziale deputato a regolare i rapporti tra investitori e gestori informa anche le modalità con cui il *venture capitalist* non soltanto seleziona i progetti da supportare, ma altresì alle scelte rilevanti in sede di definizione dei regolamenti privati inerenti alle *venture capital-backed firm* e a quelle che preludono all'esercizio dei poteri che da tali regolamenti originano.

Evidentemente, ai fini che qui interessano, tale fenomeno non è certo senza conseguenze.

Si richiami innanzitutto quanto già brevemente rilevato in precedenza a proposito del fatto che il successo di una *venture capital firm* dipende dalla capacità di supportare l'esponenziale crescita delle *portfolio companies* in un lasso di tempo relativamente breve nella prospettiva di trasformare almeno il 10-20% di esse in "winners", così da far registrare *performances* quantomeno in linea con quelle di mercato<sup>214</sup>.

Si immagini, ora, la situazione in cui, per qualsiasi ragione, una *venture capital firm* si ritrovi sfortunatamente a dover gestire un portafoglio relativamente debole, con la conseguenza che la *performance* relativa a un dato ciclo di investimenti finisce per dipendere dalla più promettente delle proprie *portfolio companies*.

Come una abbondante aneddotica conferma<sup>215</sup>, il rischio, in tali frangenti, è che il *venture capitalist* scommetta sull'unica impresa promettente esistente nel proprio portafoglio per conseguire i ritorni complessivamente attesi e poter così soddisfare le promesse fatte agli investitori, con buona pace della regola che prescrive di optare per la soluzione che massimizzi la complessiva ricchezza comune<sup>216</sup> e con il concreto rischio di distruggere valore in danno (anche e soprattutto) dell'imprenditore.

---

<sup>214</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 8.3.

<sup>215</sup> Cfr. per esempio B. PETERS, *Early Exits. Exit Strategies for Entrepreneurs and Angel Investors (But Maybe Not Venture Capitalists)*, Ottawa, First Choice Books, 2009, pp. CXCIV-129, p. 45; e in T. GERON, *When Founders and Investors Split over an Acquisition Offer*, in *TechnoCrunch*, 22 febbraio 2014, disponibile sul sito del magazine all'indirizzo <https://techcrunch.com/2014/02/22/when-founders-and-investors-split-over-an-acquisition-offer/>.

<sup>216</sup> Cfr., anche per un pertinente esempio A.J.B. CABLE, *Opportunity-Cost Conflicts in Corporate Law* (2015), in 66 *Case Western Reserve Law Review*, pp. 51 ss., p. 85, nt. 152, ove, con riferimento all'esperienza statunitense, si nota come la scelta di dire la relazione contrattuale strumentale alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune può generare incentivi perversi, tali che "[i]n some cases, venture capital investors are motivated to embrace the same long-shot (and enterprise-value sacrificing) strategies as underwater common holders in order to satisfy investor expectations" e come, proprio nello scenario delineato nel testo, il *venture capitalist* "... may need to gamble on the best of his or her remaining portfolio companies even if the expected value of those gambles falls below immediate acquisition offers".



## 18.1. Le preferenze liquidatorie

Accanto allo scenario problematico delineato poco sopra, che è funzione di una degenerazione applicativa della logica di portafoglio che informa le scelte del *venture capitalist* combinata all'esigenza di mantenere le promesse fatte agli investitori della *venture capital firm*, si danno, poi, altre situazioni problematiche originanti esclusivamente o primariamente dall'incidenza delle preferenze liquidatorie.

Prima di procedere all'illustrazione di tali scenari problematici, sia consentito segnalare, stante la rilevanza che questa parte del ragionamento riveste nel contesto dell'elaborato, quali sono le modalità con cui si procederà all'esposizione.

Dapprima si illustrerà, muovendo dal già delineato scenario paradigmatico concernente Alfa, VC ed EN<sup>217</sup>, l'impatto delle preferenze liquidatorie sulle funzioni di *payoff* individuali dei due soci, operando gli opportuni distinguo a seconda che a VC siano riferibili preferenze liquidatorie non partecipative o partecipative: risulterà chiaro, a quel punto, quanto potente sia l'incidenza delle preferenze liquidatorie sul *payoff* di VC e EN e quanto significativa possa in taluni frangenti essere la distanza tra tali *payoffs* e, quindi, la divergenza dei rispettivi interessi. Sulla scorta di quelle notazioni, si spiegherà, allora, come la funzione di *payoff* di VC valga da sola a generare incentivi ad agire opportunisticamente: a optare, cioè, per una *trade sale* utile a massimizzare la propria ricchezza individuale ma non anche – come invece il contratto imporrebbe – la complessiva ricchezza comune, parte della quale andrà anzi distrutta. Infine, si rileverà come tali dinamiche siano osservabili e, per certi aspetti, meglio comprensibili ove si consideri anche la diversa natura – anzi, la diversa “sostanza” economica – delle pretese finanziarie del *venture capitalist* e dell'imprenditore: ove cioè si consideri che, per via del fatto che il *venture capitalist* riveste la posizione di *senior financial claimant* potrebbe in certe situazioni assumere una decisione inefficiente per evitare di esporsi al *downside risk* associato a quella efficiente (ossia assumere un livello subottimale di rischio). A seguire, si svolgeranno, a complemento e precisazione

---

<sup>217</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 12 (in fine).

dell'analisi svolta, taluni rilievi volti a delineare, pur sommariamente, gli scenari in cui, pur distruggendo valore, la *trade sale* non obbedisce ad alcuna logica opportunistica, ma semplicemente sancisce un esito contrattualmente previsto, sì da lasciare emergere le ragioni ultime dell'opportunità – dalla letteratura gius-economica internazionale più volte sottolineata – di distinguere, nel contesto delle *trade sales* distruttive di valore, quelle “maligne” da quelle “benigne” (cioè quelle – è bene esplicitare il significato di tali qualificazioni sin da ora – che comportano una distruzione di valore *perché* sorrette da un intento opportunistico da quelle che comportano una distruzione di valore *senza* che alla base di esse si dia alcun motivo opportunistico).

#### 18.1.1. Le funzioni di *payoff*

##### 18.1.1.1. Struttura finanziaria “*plain vanilla*”

In un'impresa con struttura finanziaria semplice, i *payoffs* individuali dei soci, intesi quali autentici “*residual financial claimants*”, sono funzione fissa della ricchezza generata dalla relazione contrattuale; e sono pertanto destinati ad accrescersi *pro rata* in funzione degli accrescimenti della complessiva ricchezza comune generata dalla relazione.

In tali frangenti, assenti “elementi di disturbo” di qualsiasi genere<sup>218</sup>, ciascun socio ha incentivi ottimali a massimizzare la

---

<sup>218</sup> Si è pienamente consapevoli del fatto che tale assunto è irrealistico e di quanti e quali siano gli elementi di disturbo che in effetti, nella prassi, distorcono il processo decisionale anche nelle società con struttura finanziaria semplice. Il dato qui è tuttavia irrilevante, perché il riferimento alle società con struttura finanziaria *plain vanilla* è soltanto strumentale a rendere più evidente l'impatto che le preferenze liquidatorie hanno sulla funzione di *payoff* di VC e EN. In altre parole: non si nega che la circostanza che un socio può conseguire benefici privati possa indurre a scelte inidonee a massimizzare la complessiva ricchezza comune; e neanche che si dia perfetto allineamento degli interessi. Come la letteratura ha rilevato, “*even where all*

---

*shareholders hold the same type of residual cash flow rights, differing ownership percentages can skew incentives. Consider a company with an all-common structure and a board comprised of: a representative of a corporate conglomerate that owns 25 percent of the company's stock, a representative of a private equity fund that owns 15 percent of the company's stock, an activist hedge fund that owns 5 percent of the company's stock, and an individual who is unaffiliated with any of the foregoing and owns 0.01 percent of the company's stock. Based on differing ownership percentages alone, a gain or loss by the company has substantially different economic implications for each shareholder just described*". In tal senso, cfr. A.J.B. CABLE, *cit.*, p. 167. Si intende più modestamente affermare soltanto che, nella misura in cui non si diano "elementi distorsivi", l'obiettivo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune risulta necessariamente strumentale alla massimizzazione dei *payoffs* individuali: il che – si intende – vale a garantire la sussistenza delle precondizioni da cui dipende una tendenziale convergenza di interessi. A voler "identificare" tali elementi di disturbo, poi, si può agevolmente fare riferimento a tre situazioni paradigmatiche: (i) trasferimento del controllo totalitario "da liquidità"; (ii) trasferimento del controllo "collusivo"; e (iii) trasferimento del controllo "apparente". Nel primo scenario, il *venture capitalist* decide di cedere l'intera società ad un prezzo finale condizionato dall'esigenza di reperire liquidità, traendone un vantaggio privato quantomeno parzialmente compensativo del minor ricavo conseguito dalla *trade sale* consumatasi "a sconto". Nel secondo scenario, invece, il *venture capitalist* decide di procedere alla *trade sale* ad un prezzo apparentemente subottimale, ma compensato o più che compensato dalla corresponsione di un pagamento occulto (cd. "*side-payment*") che produce l'effetto di spartire con l'acquirente colluso una parte della ricchezza invece spettante all'imprenditore. Nel terzo scenario, infine, il *venture capitalist* decide di corrispondere all'imprenditore, con il supporto di una società apparentemente "indipendente" (in gergo, un "cavaliere nero") un dato prezzo, per poi successivamente rivendere ad un prezzo più alto ad un terzo del cui interesse era a conoscenza in via esclusiva. In tali frangenti, svendendo per far fronte a proprie esigenze di liquidità; tacendo il valore di riferimento realmente concordato con il terzo; occultando le informazioni relative al possibile prezzo conseguibile in virtù di una futura cessione; il *venture capitalist* finisce per condizionare negativamente la produzione e/o l'allocazione della complessiva ricchezza comune al fine di privilegiare un interesse privato. La *trade sale* potrebbe perciò risultare, a seconda dei termini a cui è stata conclusa, "*value-destroying*" oppure "*non value-maximising*". Questi sono però scenari immaginabili in occasione del trasferimento del controllo totalitario degli *assets* di qualsiasi impresa, perché ricollegabili a interessi privati, quali la liquidità, la collusione e lo sfruttamento di informazioni privilegiate che possono esistere in qualsiasi contesto. Per una discussione di questi temi in una prospettiva funzionale che consente di coglierne appieno la pervasività, si rinvia a P. DAVIES - K.J. HOPT - W.-G. RINGE, *Control Transactions* e E. ROCK - P. DAVIES - H. KANDA - R. KRAAKMAN - W.-G. RINGE, *Fundamental Changes*, entrambi in in J. ARMOUR -L. ENRIQUES- R. KRAAKMAN - P. DAVIES - H. HANSMANN - G. HERTIG - K.J. HOPT - H. KANDA - M. PARGLENDER - W.-G. RINGE, E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, OUP, 2017 (3a ed.), pp. XVII-281, rispettivamente pp. 205-242 e pp.172-204. Si è, cioè, al cospetto di quegli scenari problematici "generici" richiamati in precedenza (cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18) e che in questa sede si impone di accantonare tali scenari al fine di concentrarsi, invece, su quelle situazioni la cui emersione è funzione di condotte opportunistiche che derivano dalla struttura e dalle modalità di funzionamento dell'industria del risparmio gestito e soprattutto dalle specifiche caratteristiche che presentano le *venture capital-backed*

complessiva ricchezza comune: tale risultato è infatti strumentale a provocare un correlato accrescimento *pro rata* del proprio *payoff* individuale.

Pertanto, indipendentemente dall'identità del socio che abbia il potere di decidere sul punto, si procederebbe alla *trade sale* solo e soltanto se tale scelta fosse idonea a massimizzare la complessiva ricchezza comune; così come si preserverebbe l'autonomia dell'impresa se il valore conseguibile sul mercato delle acquisizioni fosse inferiore a quello generabile dall'impresa nella prospettiva dell'indipendenza<sup>219</sup>.

Le preferenze liquidatorie, però, alterano radicalmente lo scenario appena descritto, in quanto provocano, a fronte di un qualsiasi *liquidity event* che valga ad “attivarle”<sup>220</sup>, una netta differenziazione delle funzioni di *payoff* dei soci della *venture capital-backed firm* e, pertanto, fanno sì – in termini assai banali – che la scelta conveniente per il *venture capitalist* possa non essere altrettanto conveniente per l'imprenditore: che, cioè, il *venture capitalist* non persegua il comune interesse, ma il proprio.

Nel prosieguo si delineano le funzioni di *payoff* di VC e EN, distinguendo lo scenario di base in cui esse hanno natura non partecipativa da quello in cui esse invece hanno natura partecipativa.

#### 18.1.1.2. Preferenze liquidatorie non partecipative

La meccanica delle preferenze liquidatorie non partecipative – come già si è ad altro proposito accennato in precedenza<sup>221</sup> – è tale che il

---

*firms* sul piano dell'allocazione dei poteri decisionali e della ripartizione dei flussi di cassa generati da una *trade sale*. Sul punto cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 18.1.1. e su cui il trasferimento del controllo degli *assets* di un'impresa rappresenta momento di emersione di problematiche note. Un accenno è però comunque apparso opportuno per completezza.

<sup>219</sup> Cfr. ancora A.J.B. CABLE, *cit.*, p. 168.

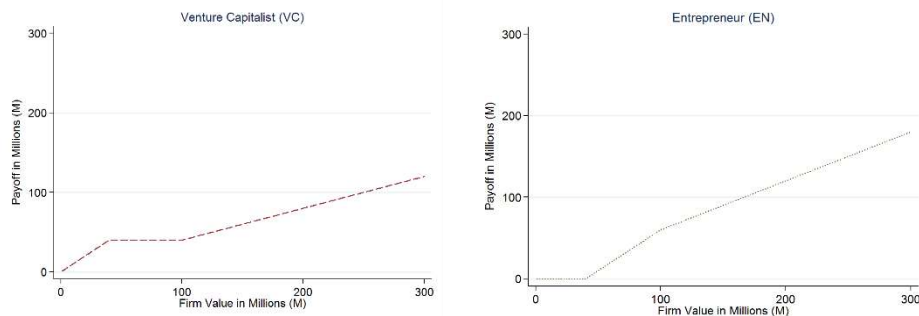
<sup>220</sup> Sulla nozione di *liquidity event* e sulla riconduzione a tale nozione della *trade sale* cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 10.3

<sup>221</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18.1 .

*venture capitalist* deve, a un certo punto, scegliere se conseguire il valore nominale o conseguire *pro rata* la complessiva ricchezza generata dalla relazione.

Sebbene oggigiorno l'innovazione finanziaria in astratto consenta di pervenire a tale risultato con una varietà di tecniche<sup>222</sup>, lo strumento tradizionalmente impiegato per giungere a tale risultato è rappresentato da qualsiasi strumento finanziario che incorpori, da un lato, il “privilegio” di poter conseguire, nel caso di un *liquidity event*, un dato importo in via prioritaria – cioè prima che si faccia luogo alla distribuzione generale dei proventi dello stesso *liquidity event*; e, dall'altro, la caratteristica della “convertibilità”, nel senso che, pur se a costo di perdere il detto privilegio, esso può essere convertito in uno strumento finanziario che attribuisce il diritto di conseguire una frazione della complessiva ricchezza generata dall'impresa su base meramente proporzionale.

I grafici seguenti valgono a illustrare la funzione di *payoff* assoluta di VC e EN in Alfa, sì come delineabile nel caso in cui a VC siano state attribuite preferenze liquidatorie non partecipative dal valore nominale pari a 40M convertibili nel 40% di strumenti finanziari ordinari.



Grafici 1A e 1B. *Payoffs* assoluti di VC e EN nel caso di preferenze liquidatorie non-partecipative.

Dai grafici che precedono si deduce chiaramente che:

<sup>222</sup> Basti sul punto – interessante ma ai fini del discorso svolto in questo elaborato trascurabile – a F. PARTNOY, *Financial Innovation in Corporate Law* (2005), in *Journal of Corporation Law* 31, pp. 799 ss.; come pure a L. SASSO, *Capital Structure and Corporate Governance. The Role of Hybrid Financial Instruments*, Amsterdam, Wolters Kluwer Int'l, 2013, pp. XI-230.

- sino al punto in cui il valore dell'impresa è pari a 40, il *payoff* assoluto di VC cresce progressivamente, mentre quello di EN è invariabilmente pari a 0;
- allorché il *payoff* assoluto di EN inizia a essere positivo in virtù della circostanza che il valore dell'impresa risulta maggiore di 40, quello di VC risulta stabile (se si vuole, “piatto”), fino al punto in cui il valore dell'impresa non è pari a 100;
- ove il valore dell'impresa superi 100, i *payoffs* assoluti di VC e EN crescono parallelamente su base proporzionale in funzione dei complessivi incrementi di valore dell'impresa.

Se i grafici che precedono valgono a palesare la netta diversità della struttura dei *payoffs* di VC e EN, il grafico che segue riproduce il *payoff* di VC in una forma leggermente diversa, perché “segmentata” e più utile a svolgere, poco dopo, le considerazioni concernenti l'identificazione degli incentivi che orientano la condotta di VC all'atto di scegliere se conservare il privilegio o avvalersi della facoltà di conversione.

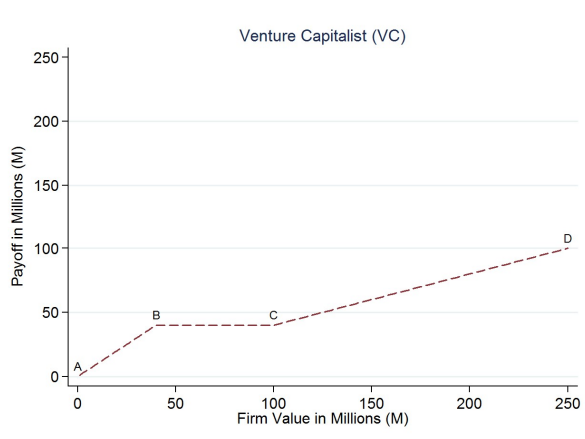


Grafico 1C. *Payoff* assoluto “segmentato” di VC con preferenze liquidatorie non-partecipative.

Il *payoff* assoluto di VC è idealmente suddivisibile in tre differenti segmenti – A-B, B-C, e C-D:

- il primo segmento (A-B) individua il *payoff* assoluto di VC nelle situazioni in cui il comune affare d'impresa abbia fatto registrare *performances* mediocri, tali, cioè, che la complessiva ricchezza

comune non eccede il valore nominale delle preferenze liquidatorie e non sussistono, pertanto, le condizioni per l'abbandono del privilegio incorporato negli strumenti finanziari da questi detenuti;

- il secondo segmento individua invece il *payoff* assoluto di VC nella c.d. “zona morta”<sup>223</sup>, ossia in quella varietà di situazioni collocabili su uno spettro ideale i cui due estremi sono rappresentati dal “*quasi fallimento*” (che è quello in cui l'impresa ha un valore appena superiore al valore nominale delle preferenze liquidatorie) e dal “*quasi successo*” (che è quello in cui l'impresa ha un valore quasi prossimo a quello in cui il *venture capitalist* sarebbe incentivato a convertire i propri strumenti finanziari): situazioni in cui, a dispetto del progressivo incremento di valore dell'impresa, la scelta di non convertire i propri strumenti finanziari continua a essere premiante, perché ciò vale a garantire a VC un *payoff* costantemente pari a 40;
- il terzo segmento delinea il *payoff* assoluto di VC in uno scenario di “*chiaro successo*” dell'impresa, che è quello in cui la relazione con EN ha generato valore tale per cui in tali frangenti la scelta di

---

<sup>223</sup> L'espressione è impiegata, per esempio, da O. VERHAGE, *Understanding Liquidation Preferences and the Zone of Indifference*, in *VEECEE - VC Matchmaker Blog*, 21 dicembre 2016, disponibile sul sito del *blog* all'indirizzo <<http://veecee.co/understanding-liquidation-preferences-and-the-zone-of-indifference>>. In modo equivalente si parla anche di “*zona di indifferenza*”, proprio per alludere all'indifferenza, dal punto di vista del *venture capitalist*, rispetto agli incrementi di valore dell'impresa che non siano però idonei a incidere né in positivo né in negativo sul suo *payoff* individuale: cfr. per esempio M.A. WORONOFF - J.A. ROSEN, *Effective vs Nominal Valuations in Venture Capital Investing* (2005), in 2 *New York University Journal of Law & Business*, pp. 199 ss., spec. pp. 208-209, ove un'intuitiva illustrazione degli incentivi del *venture capitalist* a convertire o non convertire e della sostanziale “*stabilità*” di tali incentivi nel caso in cui il valore di impresa si collochi nella detta zona di indifferenza. Per scrupolo, si impone di precisare che diversa e ulteriore è la zona di indifferenza che viene ad esistere nelle ipotesi in cui le preferenze liquidatorie partecipative siano “*capped*”: la scelta (già giustificata) di prescindere in questa sede dalla considerazione dello scenario in cui il *venture capitalist* abbia preferenze liquidatorie partecipative “*capped*” permette di prescindere anche dalla considerazione delle implicazioni derivanti dalla rilevata esistenza di tale “*seconda*” zona di indifferenza. In tema, per una discussione, oltre a M. KLAUSNER - S. VENUTO, *cit.*, pp. 77-78, cfr. anche J.D. GWOREK, *Venture Capital Transactions: Caps on Participating Preferred and the “Zone of Indifference”*, in *Morse Barnes-Brown Pendleton Blog*, 16 dicembre 2009, disponibile sul sito del *Blog* all'indirizzo <<http://www.mbbp.com/news/zone-of-indifference>>.

convertire le azioni privilegiate in azioni ordinarie si impone perché strumentale al conseguimento di una frazione della ricchezza generata dall'impresa su base meramente proporzionale che eccede il valore nominale delle preferenze liquidatorie.

#### 18.1.1.3. Preferenze liquidatorie partecipative

Al contrario delle preferenze liquidatorie non partecipative, le preferenze liquidatorie partecipative si caratterizzano – come già anticipato<sup>224</sup> – per una meccanica tale che il *venture capitalist* non è mai costretto a misurarsi con l'alternativa tra il conseguimento del valore nominale delle preferenze e una data frazione della complessiva ricchezza generata dall'impresa determinata su base meramente proporzionale. Al *venture capitalist* è consentito, invece, di conseguire l'uno e l'altra.

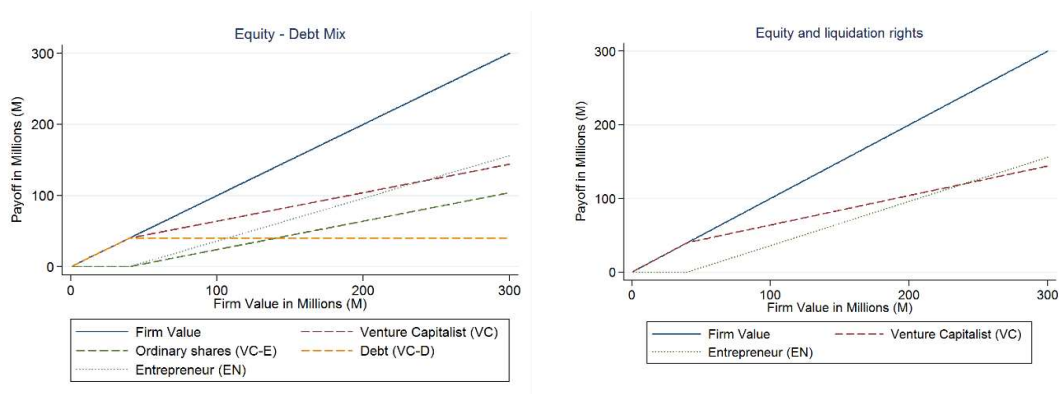
Al risultato di attribuire al *venture capitalist* preferenze liquidatorie partecipative può pervenirsi in vari modi, ma – per quanto qui rileva – si è ritenuto di prestare attenzione esclusivamente agli scenari in cui la preferenza liquidatoria partecipativa del *venture capitalist* sia frutto (i) della combinazione di strumenti rappresentativi del capitale di rischio e di strumenti finanziari rappresentativi del capitale di debito; e (ii) dalla combinazione di strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio con una previsione contrattuale che attribuisce a VC il privilegio su una data porzione dei ricavi di un *liquidity event*.

Proprio a tali scenari si riferiscono i due grafici seguenti, che delineano, rispettivamente, i *payoffs* di VC e EN a seconda che VC abbia conseguito preferenze liquidatorie di valore nominale pari a 40 milioni tramite la combinazione di *equity* e *debt* oppure tramite una previsione contrattuale *ad hoc*:

---

<sup>224</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18.1.1.3.





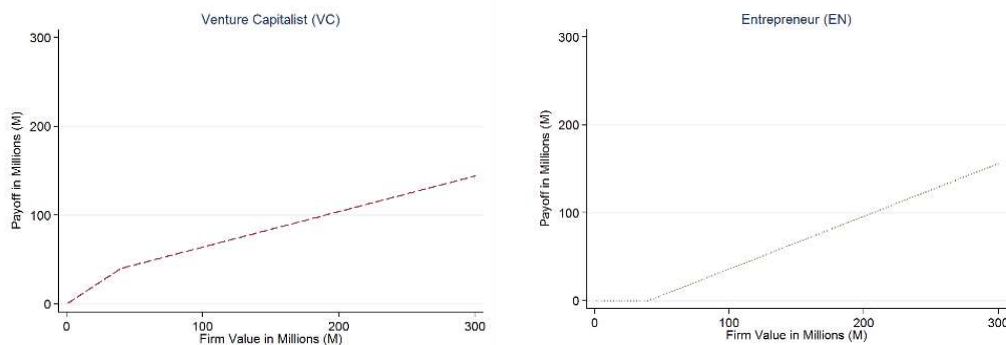
Grafici 2A e 2B. *Payoffs* assoluti di VC e EN con preferenze liquidatorie partecipative da “*security combination*” e “*contract-based*”.

Sebbene per ragioni di chiarezza dell’esposizione si sia ritenuto opportuno procedere alla separata illustrazione dei *payoffs* di VC e EN a seconda delle modalità impiegate per attribuire al primo la detta preferenza liquidatoria partecipativa, i due grafici invero delineano le medesime funzioni di *payoff*, che risultano perciò perfettamente sovrapponibili.

I grafici che precedono infatti mostrano entrambi che:

- sino al punto in cui il valore dell’impresa è pari a 40, il *payoff* assoluto di VC cresce progressivamente, mentre quello di EN è costantemente pari a 0;
- allorquando il *payoff* assoluto di EN inizia a essere positivo in virtù del fatto che il valore dell’impresa è maggiore di 40, i *payoffs* assoluti di VC e EN iniziano ad accrescersi *pro rata*, anche se il *payoff* assoluto del primo continua ad essere maggiore di quello del secondo fino a un certo punto, che vale a sancirne l’equivalenza;
- oltre quel certo punto, i *payoffs* di VC e EN continuano entrambi a crescere *pro rata* in funzione degli incrementi di valore dell’impresa, ma il *payoff* assoluto di EN inizia ora ad essere progressivamente maggiore di quello di VC.

I due grafici seguenti riproducono, invece, le già illustrate funzioni di *payoff* assoluto di VC e EN “in isolamento” e ne consentono perciò una più nitida visualizzazione e, soprattutto, contrapposizione.



Grafici 2C e 2D. *Payoffs* assoluti di VC e EN con preferenze liquidatorie partecipative.

Tali grafici consentono non soltanto, in generale, di apprezzare visivamente come anche nel caso di preferenze liquidatorie partecipative i *payoffs* di VC ed EN presentino una struttura manifestamente diversa; ma anche, in particolare, di evidenziare un dato molto importante nella prospettiva dell'articolazione della successiva fase del ragionamento esposto in questo scritto (e che forse si coglie ancor meglio osservando il grafico 2B): la divergenza tra i *payoffs* di VC ed EN è massima negli scenari in cui il valore di Alfa è prossimo al valore nominale delle preferenze liquidatorie di VC e va progressivamente decrescendo.

### 18.1.2. La *trade sale* distruttiva di valore opportunistica

Alla luce dei rilievi precedenti è senz'altro possibile pervenire a un'affermazione ovvia, ma che si impone di esplicitare in ragione del rilievo che essa ha ai fini delle successive fasi del ragionamento che si viene articolando nell'elaborato: le preferenze liquidatorie provocano – come visto – una sensibile differenziazione dei *payoffs* del *venture capitalist* e dell'imprenditore.

Il che – si intende – non è senza implicazioni: come si viene infatti spiegando, a quella differenziazione invero corrisponde il conseguimento, da parte del *venture capitalist*, di una posizione di “vantaggio” (in senso lato) tale che, dovendo decidere se procedere o meno alla *trade sale* (e, dunque, dovendo decidere se trasferire a un terzo acquirente il controllo totalitario degli *assets* dell'impresa ovvero

preservarne l'indipendenza), potrebbe essere indotto ad optare non già – come il contratto tra le parti imporrebbe – per la soluzione utile a massimizzare la complessiva ricchezza comune, ma a privilegiare quella idonea a massimizzare il proprio *payoff* individuale.

In altri termini: a causa della differenziazione delle funzioni di *payoff* di cui si è dato in precedenza atto, possono profilarsi situazioni in cui il *venture capitalist* potrebbe decidere di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore, ossia – si ribadisce il dato per mera convenienza – a una *trade sale* in virtù della quale si trasferisce a un terzo il controllo degli *assets* dell'impresa a fronte del pagamento di un prezzo che non riflette appieno il valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza, in spregio alla logica di fondo dell'accordo concluso con l'imprenditore.

È proprio su tale tema che ci si viene soffermando nel prosieguo.

A tal fine, in modo del tutto corrispondente a quanto poco sopra fatto all'atto di illustrare e discutere il diverso modo di essere della funzione di *payoff* in una società con struttura finanziaria semplice e in una tipica *venture capital-backed firm*, si procederà, dapprima, alla illustrazione dello scenario in cui a dover decidere in merito alla *trade sale* sia un *venture capitalist* cui non sono riferibili preferenze liquidatorie (Scenario 0); e, a seguire, alla illustrazione degli scenari in cui a dover assumere la medesima decisione sia un *venture capitalist* cui sono state attribuite preferenze liquidatorie non partecipative e partecipative (Scenario I e Scenario II).

#### 18.1.2.1. Scenario 0

Una prima situazione cui si impone di prestare attenzione è quella in cui, a semplificazione dello scenario di riferimento generale<sup>225</sup>, VC detiene una partecipazione agli utili pari al 40%, ma senza preferenze liquidatorie, ed EN il restante 60%. Nell'esempio delineabile sulla scorta dei dati raccolti nella tabella che segue, il valore di Alfa nella prospettiva

---

<sup>225</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 12 (in fine).

dell'indipendenza è pari a 162,5M; mentre il valore della medesima impresa nella prospettiva dell'acquisizione è pari a 100M. Il *payoff* di VC associato alla preservazione dell'indipendenza dell'impresa è pari a 65M; quello associato alla *trade sale* è pari a 40.

	<i>Valore</i>	<i>Probabilità</i>	<i>Payoff di VC ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di Alfa ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di EN ponderato con Probabilità</i>
<b>Offerta di acquisto</b>	100M	100%	40M	100M	60M
Scenario favorevole	200M	75%	$(200M*0,4)*0,75$ =60M	$200M*0,75$ =150M	$(200M*0,6)*0,75$ =90M
Scenario sfavorevole	50M	25%	$(50M*0,4)*0,25$ =5M	$50M*0,25$ =12,5M	$(50M*0,6)*0,25$ =7,5M
<b>Valore medio atteso</b>			<b>65M</b>	<b>162,5M</b>	<b>97,5M</b>

Tabella 2. Allocazione proventi della *trade sale* su base meramente proporzionale.

Intuibilmente, come già rilevato in precedenza all'atto di descrivere la funzione di *payoff* di VC ed EN nel caso in cui Alfa esibisca una struttura finanziaria semplice<sup>226</sup>, in difetto delle preferenze liquidatorie e, dunque, in presenza di un mero criterio proporzionale di ripartizione della ricchezza generata dalla relazione tra le parti, il *payoff* di VC è tale che questi, assunta la carenza di altri "elementi di disturbo"<sup>227</sup>, non potrebbe massimizzare il proprio *payoff* individuale senza al contempo massimizzare la complessiva ricchezza comune e, con essa, il *payoff* individuale di EN.

Nell'aspirazione di VC a massimizzare il proprio *payoff* (a preferire la scelta che genera 65M, nell'esempio) risiede dunque la garanzia, per EN, che non possa assistersi, assenti – si ripete – elementi di disturbo, a una *trade sale* distruttiva di valore<sup>228</sup> e che sia perciò assunta la scelta

<sup>226</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18.1.1.1.

<sup>227</sup> Sui quali cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18 (in apertura).

<sup>228</sup> O, meglio, VC potrebbe bensì decidere di distruggere valore, ma solo a condizione di sopportarne *pro rata* le conseguenze: un esito che, assenti – si ripete – altri elementi di disturbo, dovrebbe a rigore dirsi impossibile: quanto a tale espressione sia consentito per brevità rinviare a quanto in termini generali osservato in precedenza: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18.

ideale a massimizzare *anche* il proprio *payoff* (97,5M invece di 60M). Se, infatti, VC trasferisse il controllo totalitario di Alfa a fronte di un corrispettivo pari a 100M, egli sacrificerebbe bensì 62,5M di complessiva ricchezza comune, ma con essi anche 25M di ricchezza propria: il che, nella prospettiva di un agente economico incline a massimizzare il proprio *payoff* individuale, non sarebbe spiegabile.

#### 18.1.2.2. Scenario I

Nello scenario *de quo* si ipotizza che VC sia titolare di preferenze liquidatorie non partecipative di valore nominale pari a 40M. Di conseguenza, nell'ipotesi in cui si dovesse far luogo ad una *trade sale*, EN conseguirebbe qualsiasi importo eccedente quella grandezza, sempre che – si intende – il valore generato dall'operazione non sia tale da indurre VC ad avvalersi della facoltà di conversione (che – lo si precisa sin da ora – non è però quanto accade nello scenario esemplificativamente delineato appreso). Nell'esempio, il valore di Alfa nella prospettiva dell'indipendenza è pari a 86,5M, mentre il valore della medesima impresa nella prospettiva dell'acquisizione è pari a 60. I *payoffs* di VC ed EN associati alle due possibili soluzioni sono pari, rispettivamente, a 39,5M e 40; e 47M e 20M.

	<i>Valore</i>	<i>Probabilità</i>	<i>Payoff di VC ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di Alfa ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di EN ponderato con Probabilità</i>
<b>Offerta di acquisto</b>	60M	100%	<b>40M</b>	<b>60M</b>	<b>20M</b>
Scenario favorevole	100M	75%	40M*0,75 =30M	100M*0,75 =75M	60M*0,75 =45M
Scenario intermedio	50M	20%	40M*0,2 =8M	50M*0,2 =10M	10M*0,2 =2M
Scenario sfavorevole	30M	5%	30M*0,05 =1,5M	30M*0,05 =1,5M	0*0,05 =0M
<b>Valore medio atteso</b>			<b>39,5M</b>	<b>86,5M</b>	<b>47M</b>

Tabella 3. Scenario I: Distruzione di valore opportunistica con preferenze liquidatorie non partecipative a valutazioni relativamente importanti.

### 18.1.2.3. Scenario II

Nell'esempio delineabile sulla base dei numeri di cui alla tabella seguente, a VC sono riferibili preferenze liquidatorie partecipative.

Pertanto, nel caso di una *trade sale*, VC conseguirebbe il valore nominale delle proprie preferenze liquidatorie e, in aggiunta ad esso, una data frazione della complessiva ricchezza residua (nel caso di specie, il 40%): VC conseguirebbe, in pratica, 40M e, in aggiunta, il 40% di 60M, per un totale di 64 M. EN conseguirebbe, invece, 36M (60% di 60M).

	<i>Valore</i>	<i>Probabilità</i>	<i>Payoff di VC ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di Alfa ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di EN ponderato con Probabilità</i>
<b>Offerta di acquisto</b>	100M	100%	$(60M \cdot 0,4) + 40M = 64M$	<b>100M</b>	$60M \cdot 0,6 = 36M$
Scenario favorevole	200M	40%	$(160M \cdot 0,4 + 40M) \cdot 0,4 = 41,6M$	$200M \cdot 0,4 = 80M$	$160M \cdot 0,6 \cdot 0,4 = 38,4M$
Scenario intermedio	50	50%	$(10M \cdot 0,4 + 40M) \cdot 0,5 = 22M$	$50M \cdot 0,5 = 25M$	$10M \cdot 0,6 \cdot 0,5 = 3M$
Scenario sfavorevole	0	10%	$0 \cdot 0,1 = 0M$	$0 \cdot 0,1 = 0M$	$0 \cdot 0,1 = 0M$
<b>Valore medio atteso</b>			<b>63,6M</b>	<b>105M</b>	<b>41,4M</b>

Tabella 4. Scenario II: Distruzione di valore opportunistica con preferenze liquidatorie partecipative a valutazioni relativamente importanti.

Nello scenario ora esemplificativamente delineato, il valore di Alfa nella prospettiva dell'indipendenza è pari a 105M; mentre il valore della medesima impresa nella prospettiva dell'acquisizione è pari a 100M. I *payoffs* di VC ed EN associati alle due opzioni sono pari, rispettivamente, a 63,6M e 64M; e a 41,4M e 36M.

In ambo gli scenari a rigore si imporrebbe di preservare l'indipendenza dell'impresa, perché il valore di Alfa nella prospettiva dell'indipendenza è maggiore di quello conseguibile trasferendone il controllo totalitario a terzi (rispettivamente,  $86,5M > 60M$  nello Scenario I; e  $105M > 100M$  nello Scenario II).

Ciò nonostante, il *venture capitalist* potrebbe avere incentivi a procedere alla *trade sale* al fine di massimizzare il proprio *payoff* individuale.

Infatti, essendo negli scenari ipotizzati il *payoff* di VC associato alla *trade sale* maggiore di quello associato alla scelta di preservare l'indipendenza dell'impresa (39,5M < 40M nello Scenario I; e 63,6M < 64M nello Scenario II), VC potrebbe risolversi nel senso di procedere a una *trade sale* anche se a tale scelta si accompagnerebbe una distruzione di valore (26,5M nello Scenario I; e 5M nello Scenario II) che si ripercuoterebbe negativamente sul *payoff* individuale di EN (47M > 20M nello Scenario I; e 41.4M > 36M nello scenario II).

### 18.1.3. Segue: La *sideways firm*

I due scenari appena esaminati aiutano, a dispetto della semplicità che li caratterizza, a comprendere quale possa in generale essere l'impatto delle preferenze liquidatorie, persino in situazioni in cui l'impresa ha valutazioni relativamente importanti – in cui, cioè, essa ha generato ricchezza tale da non consentire di parlare di *performance* mediocre o quasi fallimento<sup>229</sup>. In scenari del genere, esiste – come gli esempi pocanzi svolti comprovano – la *possibilità* che il *venture capitalist* assuma decisioni opportunistiche.

Tuttavia, la *probabilità* che il *venture capitalist* assuma contegni opportunistici è invero destinata ad aumentare, *ceteris paribus*, in quei contesti in cui il valore dell'impresa sia prossimo al valore nominale delle preferenze liquidatorie: nei casi, cioè, in cui l'impresa – come si dice in gergo – “*has gone sideways*”.

La *sideways firm* si indentifica con un'impresa “ad alta scalabilità” che ha “tradito le attese”: una “*high-and-fast-growth company*” il cui processo di crescita verticale a un certo punto ha lasciato spazio a uno

---

<sup>229</sup> Su tale lessico, cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18.1.1.

sviluppo laterale (appunto, *sideways*)<sup>230</sup>. Dal punto di vista operativo, la *sideways firm* “non impressiona, ma sopravvive”<sup>231</sup> e viene perciò anche definita, nel gergo, una “*Zombie Company*”<sup>232</sup>.

La *sideways firm* non è un’impresa che ha difficoltà finanziarie: il dato è importante e merita di essere tenuto ben presente. Tuttavia, essa ha di regola una valutazione relativamente bassa, più o meno prossima al valore nominale delle preferenze liquidatorie del *venture capitalist*, il quale proprio perciò si cura di garantirne una gestione cauta in vista di un pronto disimpegno che è destinato, di solito<sup>233</sup>, a realizzarsi tramite una

---

<sup>230</sup> Si tratta, a dispetto di quanto si possa di primo acchitto pensare, di un’espressione dal preciso significato tecnico: cfr. per esempio, R. SMITH, *Required Rate of Return and Financial Contracting for Entrepreneurial Ventures*, in D.J. CUMMING (a cura di), *cit.*, pp. 448 ss., spec. p. 459; ma anche A. HIRANI, *India (National Report)*, in R.J. WOODER - B. BRECHBÜHL (a cura di), *Global Venture Capital Transactions: A Practical Approach*, The Hague, Kluwer Law International, 2004, pp. LIV-340, pp. 227 ss., spec. p. 232.

<sup>231</sup> W.W. BRATTON, *Venture Capital*, *cit.*, p. 897.

<sup>232</sup> Come una nota letteratura spiega, “*Living dead*” investments represent the middle ground of venture capital investing outcomes, lying between “winners” that produce adequate multiples of return on investment and “losers” that result in loss of invested funds. Living dead investments are typically mid- to later-stage ventures that are economically self-sustaining, but that fail to achieve levels of sales growth or profitability necessary to produce attractive final rates of return or exit opportunities for their venture capital investors”: così J.C. RUHNKA - H.D. FELDMAN - T. DEAN, *The “Living Dead” Phenomenon in Venture Capital Investment* (1992), in *Journal of Business Venturing* 7, pp. 137 ss., spec. pp. 138-139.

<sup>233</sup> Nel testo si specifica che la *trade sale* è “di regola” la tecnica di disinvestimento di cui il *venture capitalist* si serve per disimpegnarsi dalla *sideways firm* in quanto generalmente non è possibile ricorrere ad altre, meno “traumatiche” forme di disinvestimento. Sebbene in astratto possa giocare un ruolo importante la *put option* tipicamente prevista in favore del *venture capitalist* al fine di consentirgli di procedere al disinvestimento, senza ricorrere a una *trade sale*, accade poi, in concreto, che tali imprese non generino un fatturato sufficiente a garantirne la sostenibilità, né flussi di cassa sufficienti a consentire l’accumulo dei capitali necessari a procedere al *buy-out* del *venture capitalist*, neppure al prezzo iniziale. In tal senso, riferendo le opinioni di esperti in materia, si rinvia a J.J. CAMP, *Venture Capital Due Diligence: A Guide to Making Smart Investment Choices*, Hoboken (NJ), Wiley & Sons, 2002, pp. VII- 267, spec. p. 180. Per completezza si impone anche di precisare che in questo tipo di imprese si può in astratto procedere anche a un c.d. “*inside round*” finalizzato al c.d. “*reboot*” (“riavvio dell’impresa”). Tuttavia, ove il *venture capitalist* non sia a ciò interessato e occorra attingere a finanziamenti “esterni” (per esempio forniti da un altro *venture capitalist*) e il *round* sia “punitivo” per via della bassa valutazione dell’impresa, il *venture capitalist* originario potrebbe comunque preferirvi la *trade sale*, con tutte le conseguenze di cui si dirà a breve nel testo. Sul punto, comunque, cfr. R. DAY, *Are Insider-Led VC Rounds a Good or Bad Sign for a Startup? Here’s What to Look For*, in



*trade sale* strumentale all'estrazione di un valore al più pari al capitale originariamente investito incrementato di un ritorno del 5-10%<sup>234</sup>.

Al fine di illustrare con maggiore chiarezza le dinamiche osservabili in seno alla *sideways firm* per quanto specificamente attiene alla fase della *trade sale* appare opportuno, anche a tal proposito, delineare due scenari esemplificativi, in cui VC è titolare, rispettivamente, di preferenze liquidatorie non partecipative e partecipative<sup>235</sup>.

#### 18.1.3.1. Scenario III

Si guardi innanzitutto allo scenario immaginabile sulla scorta della tabella seguente.

La situazione è quella in cui un terzo acquirente si è detto interessato a pagare 42M per conseguire il controllo degli *assets* di Alfa, cui però, sulla scorta delle informazioni di cui dispongono in qualità di *insiders*, VC e EN attribuiscono un valore pari a 52,5M.

Se si procedesse alla *trade sale*, VC e EN, stanti le preferenze liquidatorie non partecipative di valore nominale pari a 40 milioni di cui il primo gode, conseguirebbero, rispettivamente, 40M e 2 M.

D'altro canto, sempre per via delle preferenze liquidatorie, l'alternativa opzione di preservare l'indipendenza dell'impresa nella

---

Green Tech Media, 5 settembre 2014, disponibile all'indirizzo <<https://www.greentechmedia.com/#gs.nUvuhMPW>>.

<sup>234</sup>D. GLADSTONE - L. GLADSTONE, *Venture Capital Investing: The Complete Handbook for Investing in Private Businesses for Outstanding Profits*, London, Prentice Hall, 2009, pp. XX-675, spec. p. 185, ove si legge che di "*sideways firm*" si parla con riferimento a quelle imprese che rappresentino un investimento "*in which you get the principal and the interests back plus a little on your equity for about a 5 percent or 15 percent ROP*". Similmente, S.N. LEVINE, *Investing in Venture Capital and Buyouts*, Homewood (IL), Dow Jones-Irwin, 1985, pp. X-119, p. 34, ove si impiega la medesima espressione per riferirsi alle "*marginally profitable [firms] with limited growth — not a viable public company but able to service debt over a period of years*".

<sup>235</sup> Sempre muovendo sempre dallo scenario di base precedentemente descritto: cfr. *supra*, inn questo Capitolo, *sub* §12.

prospettiva di generare ulteriori 10,5M di valore ha, dal punto di vista VC e EN, due valori sensibilmente diversi – vale a dire, rispettivamente, 37,5M e 15M.

	<i>Valore</i>	<i>Probabilità</i>	<i>Payoff di VC ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di Alfa ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di EN ponderato con Probabilità</i>
<b>Offerta di acquisto</b>	42M	100%	<b>40M</b>	<b>42M</b>	<b>2M</b>
Scenario favorevole	60M	75%	40M*0,75 =30M	60M*0,75 =45M	20M*0,75 =15M
Scenario sfavorevole	30M	25%	30M*0,25 =7,5M	30M*0,25 =7,5M	0*0,25 =0M
<b>Valore medio atteso</b>			<b>37,5M</b>	<b>52,5M</b>	<b>15M</b>

Tabella 5. Scenario III: Distruzione di valore opportunistica con preferenze liquidatorie non partecipative.

Sebbene la scelta di preservare l'indipendenza di Alfa sia in teoria destinata a imporsi (appunto perché  $52,5M > 42M$ ), VC potrebbe prestare attenzione esclusivamente al proprio *payoff* ( $40M > 37,5M$ ) e perciò risolversi nel senso di provocare l'immediato trasferimento del controllo degli *assets*.

Dal punto di vista di VC, infatti, la valutazione dell'alternativa opzione di preservare l'indipendenza dell'impresa risulta subottimale per via della circostanza che il proprio *payoff*, a causa della natura non partecipativa delle proprie preferenze liquidatorie, soffre, al ricorrere delle valutazioni relativamente basse esemplificativamente ipotizzate, una limitazione massima (si dà cioè un “*cap*” pari a 40 milioni); e, di conseguenza, la scelta di posticipare la *trade sale* si segnala solo in negativo, cioè in ragione del non trascurabile rischio di sopportare le conseguenze di un abbattimento del valore dell'impresa e, quindi, di non poter conseguire neppure il valore racchiuso nelle proprie preferenze liquidatorie (essendo tale rischio pari a  $10M = 40M - 30M$ ).

Sebbene dal punto di vista di VC tale scelta appaia pienamente razionale in quanto utile a massimizzare il proprio *payoff* individuale, essa, d'altro canto, segna un netto discostamento dalla regola in base alla

quale l'esercizio di un qualsiasi potere decisionale deve essere strumentale alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune, di cui una *trade sale* immediata provocherebbe la parziale distruzione in danno dell'imprenditore ( $2M < 15M$ ).

#### 18.1.3.2. Scenario IV

In questo quarto scenario, stante la natura partecipativa delle proprie preferenze liquidatorie, VC, oltre al diritto a percepire il valore delle preferenze liquidatorie (di valore nominale pari sempre a 40 milioni), ha anche diritto a partecipare alla ripartizione dei proventi in eccedenza. In particolare, nell'esempio considerato, a fronte di un'offerta pari a 42M, VC avrebbe diritto a conseguire prioritariamente 40M, in ragione delle proprie preferenze liquidatorie; e in aggiunta il 40% di 2, pari a 0,8M, per un totale di 40,8M.

Lo scenario delineabile sulla scorta dei numeri di cui alla tabella che segue è quello in cui Alfa ha sul mercato delle acquisizioni un valore pari a 42M; mentre, nella prospettiva dell'indipendenza, il suo valore è pari a 47,5M. Pertanto, (proprio perché  $47,5M > 42M$ ), VC, ove genuinamente interessato a massimizzare la complessiva ricchezza comune, dovrebbe senza dubbio rifiutare l'offerta e preservare l'indipendenza di Alfa.

	<i>Valore</i>	<i>Probabilità</i>	<i>Payoff di VC ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di Alfa ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di EN ponderato con Probabilità</i>
<b>Offerta di acquisto</b>	42M	100%	<b>40,8M</b>	<b>42M</b>	<b>1,2M</b>
Scenario favorevole	60M	75%	$(20M * 0,4 + 40M) * 0,75 = 36M$	$60M * 0,75 = 45M$	$(20M * 0,6) * 0,75 = 9M$
Scenario sfavorevole	10M	25%	$10M * 0,25 = 2,5M$	$10M * 0,25 = 2,5M$	$0 * 0,25 = 0M$
<b>Valore medio atteso</b>			<b>38,5M</b>	<b>47,5M</b>	<b>9M</b>

Tabella 6. Scenario IV: Distruzione di valore opportunistica con preferenze liquidatorie partecipative.

VC, tuttavia, potrebbe risolversi in altro senso: infatti, essendo il proprio *payoff* associato alla *trade sale* maggiore di quello associato alla preservazione dell'indipendenza dell'impresa (40,8M > 38,5M), VC potrebbe "egoisticamente" scegliere di procedere a una *trade sale* che, però, comporterebbe la distruzione dell'*upside potential* di Alfa, a scapito – si intende – di EN, il quale, a fronte di una partecipazione al valore medio atteso pari a 9M, per effetto della *trade sale* riceverebbe appena 1,2M.

Risulta a questo punto chiaro come in *trade sales* di questo genere le preferenze liquidatorie possano cessare di assolvere a una apprezzabile logica di protezione dal rischio di perdita dell'investimento originario per diventare, invece, strumento di "predazione" che la prassi degli affari dimostra essere evento particolarmente frequente proprio in quelle situazioni in cui l'impresa abbia intrapreso – come si è detto – una traiettoria di sviluppo orizzontale<sup>236</sup>.

---

<sup>236</sup> In proposito, un cenno merita una recente vicenda, anch'essa certamente già nota al pubblico dei lettori delle cronache finanziarie internazionali (cfr. per esempio K. BENNER, *When a Unicorn Start-up Stumbles, Its Employees Get Hurt*, in *New York Times - online edition*, 23 dicembre 2015, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo <[www.nytimes.com](http://www.nytimes.com)>), che è poi finita *sub judice* (se ne dirà in seguito: cfr. *infra*, Capitolo III, *sub* § 28.1.3.1). La vicenda concerne l'acquisizione di *Good Tech Corporation*, una promettente *startup* californiana (nel gergo, data l'astronomica valutazione dell'impresa, un "unicorno"), ad un prezzo decisamente "scontato" a causa – sembrerebbe – di un atteggiamento asseritamente opportunistico dei *venture capitalists* che, in generale, "*do not care how the common stock is priced in any change of control transaction*", ma. "... *want to exit the company and care only about getting paid their liquidation preferences*" (secondo S. BISHOP, *Good Tech Investors Seek To Block \$425M BlackBerry Deal*, in *Law 360*, 13 dicembre 2015, disponibile all'indirizzo <[www.law360.com](http://www.law360.com)>). In realtà, nel caso di specie, il risultato finale dell'operazione sarebbe stato favorito anche dalla situazione di conflitto di interessi in cui versava la banca di investimento che era stata chiamata a procedere alla valutazione dell'azienda oggetto dell'operazione, che avrebbe depresso il valore della società acquistata per agevolare l'acquirente in considerazione dei pregressi rapporti di *business* e di future collaborazioni (cfr. K. BENNER - L. PICKER, *Good Technology Investors Sue J.P. Morgan, Claiming Conflicts*, in *The New York Times - online edition*, 1 settembre 2016, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo <[www.newyorktimes.com](http://www.newyorktimes.com)>). Al netto degli ulteriori profili di problematicità di tale *trade sale*, forse associati alla possibile collusione dell'*investment bank* che agì da *advisor*, resta, appunto, il problema di fondo derivante dalle dinamiche che le preferenze liquidatorie finiscono per innescare più spesso di quanto si possa pensare.

La ragione fondamentale per cui ciò accade non risiede, però, unicamente nel *payoff* individuale del *venture capitalist*, che ha rilievo determinante ma che – come si è visto – può indurre esiti analoghi anche a valutazioni relativamente maggiori; la ragione è più complessa.

Il dato principale che merita di essere sottolineato per comprendere perché la *sideways firm* rappresenta l'ambiente ideale per scelte opportunistiche è che il *venture capitalist*, non intravedendo serie prospettive di crescita dell'impresa, non ha più alcun serio interesse a coltivare la relazione di *business*, ma solo l'interesse a liquidare l'impresa al fine di conseguire il valore incapsulato nelle preferenze liquidatorie<sup>237</sup>.

Si noti, infatti, che pur in astratto fermo l'obiettivo di massimizzazione dei ritorni complessivi del portafoglio di investimenti, il perseguimento della strategia che, a rigore, si imporrebbe di implementare in applicazione della regola della massimizzazione della complessiva ricchezza comune comporterebbe al tempo stesso l'assunzione di un rischio nell'esclusivo interesse dell'imprenditore e inoltre genererebbe i non trascurabili costi associati alla conservazione dell'investimento: rischio e costi che, però, il *venture capitalist* non avrebbe alcun valido motivo di correre e sopportare perché, a fronte di essi, non si darebbero opportunità di guadagno adeguate<sup>238</sup>.

Infatti, se titolare di preferenze liquidatorie non partecipative, il *venture capitalist* non conseguirebbe alcun vantaggio ulteriore dalla continuazione dell'impresa sin tanto che gli incrementi di valore dell'impresa siano tali da collocare la propria funzione di *payoff* individuale nella zona di indifferenza. Se invece titolare di preferenze

---

<sup>237</sup> La scarsa letteratura che ha trattato il tema ha sottolineato come in tal modo il *venture capitalist* sia in grado di risparmiare sui costi di gestione: cfr. su tutti D.G. SMITH, *The Exit Structure*, cit., p. 315, secondo cui i *venture capitalists* possono avere l'incentivo a vendere *start-up* dotate di potenziale ma che richiederebbero ingenti investimenti tempo e altre risorse che possono essere impiegate in progetti ancor più promettenti.

<sup>238</sup> J.M. FRIED - M. GANOR, cit., p. 996, ove il rilievo secondo cui “[i]o the extent that preferred shareholders control Startup’s board, they will have an incentive to sell Startup, even though a sale generates less value for shareholders as a group than keeping Startup independent”.

liquidatorie partecipative potrebbe conseguire, stante la circostanza che l'impresa è comunque destinata a crescere al più modestamente, ritorni tutto sommati modesti che *a parte subiecti* potrebbero non giustificare la prosecuzione del rapporto.

A ciò si aggiunga un'ulteriore ordine di considerazioni non decisive ma comunque utili perché consentono di guardare alle dinamiche or ora segnalate dal punto di vista del *venture capitalist* quale gestore di un portafoglio di investimenti. Si immagini esemplificativamente lo scenario in cui il *venture capitalist* VC abbia investito in cinque diverse *portfolio companies*, di cui, in linea con le statistiche generali, una è risultata un completo fallimento, due si sono rivelate un successo e le rimanenti due “sopravvivono”<sup>239</sup>. A circostanziamento di tale scenario si ipotizzi, inoltre, che il *venture capitalist* abbia validi elementi per ritenere di potere generare ritorni in linea con il prefissato *benchmark* o ad esso relativamente superiori in ragione dei complessivi ritorni generati dai due “*winners*”, purché dalle due *sideways firms* sia possibile estrarre un valore pari al valore nominale delle preferenze liquidatorie, maggiorato del 5-10%<sup>240</sup>.

Per quale ragione (che non sia quella derivante dalla regola della massimizzazione della ricchezza complessiva che sulla carta governa l'implementazione della relazione con l'imprenditore) il *venture capitalist* dovrebbe, in tali frangenti, preservare l'indipendenza dell'impresa? La risposta è ovvia: non esiste alcuna ragione perché egli dovrebbe risolversi in tal senso.

Ecco perché il *venture capitalist* che si trovi a dover decidere delle sorti di una *sideways firm* può essere incline ad agire

---

<sup>239</sup> Si richiami quanto in via generale osservato a proposito della presenza nel portafoglio di investimento di una data *venture capital firm* di “*winners*”, “*losers*” e “*averages*”: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 8.3.

<sup>240</sup> Si ricordi che tale è per definizione il ritorno che i *ventures capitalists* si attendono di generare da una *portfolio company* che abbia intrapreso un percorso di sviluppo “laterale”: al riguardo cfr. quanto rilevato *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18.1.3

opportunisticamente più di quanto non lo sia in altri contesti, in cui pure – come si è visto – una scelta opportunistica è comunque possibile<sup>241</sup>.

#### 18.1.4. La posizione finanziariamente “ibrida” del *venture capitalist*

Le notazioni che precedono conseguono alla scelta di spiegare la problematicità della *trade sale* distruttiva di valore di una *sideways firm* in considerazione del dato “quantitativo” rappresentato dalla funzione di *payoff* che il *venture capitalist* e l'imprenditore intendevano massimizzare in quanto agenti economici con profilo di tolleranza al rischio neutrale.

D'altro canto è ben possibile guardare a quella stessa vicenda anche attraverso una lente diversa, che consenta di valorizzare debitamente il dato “qualitativo” rappresentato dalla differente natura delle pretese finanziarie di *venture capitalist* e imprenditore. A tal fine però si impone di rilassare l'assunto concernente la neutralità del profilo di tolleranza al rischio di VC e di configurarlo, con specifico riferimento alle situazioni osservabili nella *sideways firm*, come relativamente avverso al rischio<sup>242</sup>. Senza qui proporsi di offrire una trattazione esaustiva della questione, appare comunque importante tentare di porre in evidenza alcuni basilari dati.

Formalmente, *venture capitalist* e imprenditore sono entrambi soci della *venture capital-backed firm*. A dispetto di tale veste formale, però,

---

<sup>241</sup> Con il che – sia chiaro – non si intende affermare che il *venture capitalist* in tali frangenti certamente agirà opportunisticamente, ma solo che nella *sideways firm* si danno situazioni particolari che, anche per via degli incentivi scaturenti dalla logica di portafoglio che anima il gestore, potrebbero rendere tale esito ancor più probabile. Cfr. per analoghi rilievi, J.M. FRIED - M. GANOR, *cit.*, pp. 996-997, ove si spiega come la *sideways firm* sia il contesto perfetto per l'emersione della forma di opportunismo nel testo descritta.

<sup>242</sup> Tale precisazione si spiega in ragione del fatto che in letteratura si tende a ipotizzare che il creditore sia generalmente più avverso al rischio del socio: cfr., su tutti, F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Limited Liability and the Corporation* (1985), in 52 *University of Chicago Law Review*, pp. 89 ss, spec. p. 91, ove si nota come “[c]reditors are generally more risk averse than stockholders”.

il *venture capitalist* e l'imprenditore sono titolari di pretese finanziarie di natura sensibilmente diversa: il *venture capitalist*, infatti, gode della speciale protezione offerta dalle preferenze liquidatorie, che sostanzialmente rappresentano una protezione di tipo autenticamente "creditorio"<sup>243</sup>.

Più precisamente, il *venture capitalist* che sia titolare di preferenze liquidatorie partecipative, gode di una protezione creditoria che si pone in rapporto di alternanza alla posizione di *equity-holder* da cui dipende la possibilità di beneficiare degli incrementi di valore, potenzialmente infiniti, dell'impresa; mentre il *venture capitalist* che sia titolare di preferenze liquidatorie partecipative gode di una protezione creditoria cumulabile con la posizione di *equity-holder* da cui dipende la possibilità di beneficiare degli incrementi di valore, potenzialmente infiniti, dell'impresa.

Pur costantemente incidendo – come visto – sulla funzione di *payoff* del *venture capitalist* e dell'imprenditore, tale protezione creditoria certamente gioca un ruolo diverso a seconda dell'entità della complessiva ricchezza che la relazione di *business* è stata in grado di generare, ossia, più prosaicamente, della valutazione dell'impresa: al riguardo, appare opportuno svolgere i pur sommari rilievi seguenti.

La protezione *de qua* gioca un ruolo preminente, anzi assorbente, in quei casi in cui l'impresa sia un completo fallimento e abbia perciò valutazioni relativamente basse: in tali frangenti il valore generato dall'impresa è talmente modesto che, per effetto delle scelte originariamente fatte in punto di allocazione del rischio imprenditoriale, il *venture capitalist* se ne appropria interamente, senza che l'imprenditore possa lamentarsi di ciò e senza che, dato lo stato di cose, possa seriamente pretendere che si posticipi di un solo istante la liquidazione degli *assets* e si preservi per un ulteriore lasso di tempo l'indipendenza dell'impresa. In situazioni del genere, cioè, non esistono i presupposti perché le prospettive del *venture capitalist* e dell'imprenditore divergano.

La medesima protezione creditoria, poi, non gioca alcun ruolo significativo neppure nelle ipotesi in cui l'impresa sia un chiaro successo,

---

<sup>243</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 10.2.



perché in tal caso la ricchezza generata dalla relazione è tale da rendere un conflitto distributivo certamente o tendenzialmente inimmaginabile, a seconda che il *venture capitalist* sia titolare di preferenze liquidatorie non partecipative o partecipative<sup>244</sup>.

Se nelle ipotesi di cui si è appena detto la protezione creditoria di cui il *venture capitalist* gode non genera problematiche particolari, a conclusioni opposte deve invece pervenirsi con riferimento alla *sideways firm*, con riferimento alla quale, dato che il valore che essa incorpora è prossimo al valore nominale delle preferenze liquidatorie, il *venture capitalist*, a seconda della natura non partecipativa o partecipativa delle preferenze liquidatorie assegnategli, è portatore di un interesse prettamente o prevalentemente creditorio che si contrappone nettamente a quello dell'imprenditore.

Si noti, infatti, che, in considerazione del valore dell'impresa, l'imprenditore conseguirebbe poco o nulla da una eventuale *trade sale*, sicché questi, proprio perché nulla o poco ha da perdere, sarebbe razionalmente incline a preservare l'indipendenza dell'impresa nella prospettiva di generare valore e rendere positivo o migliorare il proprio *payoff individuale*.

Ad un tale interesse dell'imprenditore, però, in tali frangenti si contrappone quello di un *venture capitalist* incline, invece, a procedere immediatamente a una *trade sale* al fine di “disfarsi” della *zombie company* e conseguire il valore approssimativamente pari a quello delle preferenze liquidatorie, senza correre i rischi e sopportare i costi associati

---

<sup>244</sup> Al riguardo si imporrebbe di aprire un'importante parentesi volta a illustrare le ragioni per cui, a differenza di quanto accade nel caso di preferenze liquidatorie non partecipative, nel caso di preferenze liquidatorie partecipative la possibilità di scelte opportunistiche da parte del *venture capitalist* persista anche negli scenari in cui l'impresa ha raggiunto valutazioni notevoli: ciò perché – come si deduce dai grafici commentati in precedenza: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18.1.1.3 – non vengono mai ad esistenza le condizioni per un perfetto allineamento degli interessi tra le parti. Non è qui possibile elaborare sul punto, ma quanto in breve ora rilevato spiega la scelta di operare il distinguo di cui nel testo.

alla prosecuzione di un'impresa comunque destinata a generare accrescimenti di valore (dal proprio punto di vista) al più limitati<sup>245</sup>.

Plausibile è ipotizzare che il *venture capitalist* possa essere indotto, almeno a certe condizioni, ad assumere livelli subottimali di rischio in ragione della natura prettamente o prevalentemente creditoria della posizione in cui si trova<sup>246</sup> e, proprio perciò, si determini nel senso di eseguire una *trade sale* distruttiva di valore preordinata a percepire le preferenze liquidatorie<sup>247</sup>.

A ben vedere, se collocata nella prospettiva cui si è accennato, la protezione creditoria del *venture capitalist* assurge infatti a causa efficiente di un conflitto di interessi (in senso – sempre – economico, per ora) che è, al contempo, “causale”, “strategico”, e “distributivo”<sup>248</sup>: un

---

<sup>245</sup> Per alcuni spunti di riflessione sulla complessità del *decision-making* nelle ipotesi in cui le posizioni di socio e creditore di un'impresa si sovrappongono e sulla possibile prevalenza dell'interesse creditorio nel caso di moderata avversione al rischio, cfr. in particolare W. JIANG - K. LI - P. SHAO, *When Shareholders Are Creditors: Effects of the Simultaneous Holding of Equity and Debt by Non-commercial Banking Institutions* (2010), in *Review of Financial Studies* 23, pp. 3595 ss.

<sup>246</sup> Sul punto, con riferimento allo scenario in cui il *venture capitalist* sia titolare di preferenze liquidatorie non partecipative, cfr. J.M. FRIED - M. GANOR, *cit.*, p. 994, ove il rilievo secondo cui “*the debt-like nature of their cash flow rights may cause [venture capitalists] to choose lower-risk, lower-value business strategies over higher-risk strategies that would maximize aggregate shareholder value*”.

<sup>247</sup> *Id.*, pp. 994-995, ove il rilievo secondo cui “[*Venture capitalists*]’s debt-like cash flow rights are likely to also affect the choice between (1) selling or dissolving the company; and (2) maintaining the company as an independent private business”.

<sup>248</sup> L. ENRIQUES, *Società per azioni* (voce), in *Enc. giur. - Annali X*, Milano, Giuffrè, pp. 958 ss., spec. pp. 968 ss., ove, nell'ottica funzionale in cui si pone lo scritto, si distingue, a proposito dei possibili conflitti che possono venire ad esistenza tra chi esercita i poteri decisionali e chi è esposto alle conseguenze del modo in cui essi sono concretamente esercitati (li soci di controllo e di minoranza, qui *venture capitalist* e imprenditore) conflitti “causali”, “strategici” e “distributivi”. I conflitti causali sono quelli “che investono lo scopo stesso del contratto di società”: la circostanza che – per quanto assunto in precedenza (cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 12, in fine) – il *venture capitalist* e l'imprenditore siano qui interessati unicamente a massimizzare il proprio *payoff*, a prescindere dalle scelte cui è a tal fine necessario pervenire, rende in astratto inconcepibile una divergenza di vedute in merito allo scopo ultimo del contratto, laddove è però pur vero che alla rimozione di tale assunto il momento della *trade sale* sarebbe anche utile a disvelare l'esistenza di un latente conflitto di questo tipo. Tuttavia, di conflitto causale può parlarsi anche con riferimento a quelli che “*discendono da una possibile diversità di attitudine al rischio tra i controllanti e i soci esterni*” (*Id.*), per via del diverso livello di diversificazione degli investimenti dei primi

conflitto che la parte – per quanto qui rileva, il *venture capitalist* – in favore della quale è *ex contractu* stato allocato il potere di decidere in merito alle sorti dell’impresa – di farla, cioè, oggetto *trade sale* o preservarne l’indipendenza – ha la possibilità di risolvere in proprio favore<sup>249</sup>, distruggendo valore ad esclusivo detrimento dell’imprenditore.

Se collocata in questa prospettiva, nella *trade sale* opportunistica distruttiva di valore decisa dal *venture capitalist* sembra possibile intravedere l’ “effetto collaterale” della scelta di allocare i poteri decisionali in capo al senior *financial claimant*<sup>250</sup>, la cui posizione potrebbe indurlo ad optare per la strategia più conservativa: ad assumere, cioè, livelli subottimali di rischio.

Da questo punto di vista, la *trade sale* distruttiva di valore finisce, a ben vedere, per atteggiarsi ad un ulteriore momento di emersione del multifaccettato conflitto tra *equity-holders* e *debt-holders*<sup>251</sup> e ancor più in generale tra *senior* e *junior financial claimants*<sup>252</sup>.

---

e dei secondi. I conflitti strategici sono quelli che emergono allorquando chi esercita il potere e chi lo subisce hanno opinioni diverse in merito alle modalità con cui perseguire l’obiettivo ultimo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune: l’esempio classico, qui evidentemente sufficiente a giustificare i rilievi di cui nel testo, è quello “che si ha in merito alla decisione se restare sul mercato come impresa autonoma ovvero se farsi assorbire da un’altra società” (*Id.*). I conflitti distributivi, infine, sono quelli che si hanno allorquando si controverte in merito alla allocazione del valore generato dalla ricchezza di impresa, per esempio perché il socio controllante – qui il *venture capitalist* – assume una scelta dei cui effetti beneficia in modo e misura diversi rispetto al socio esterno (che, ovviamente, potrebbe in certi casi anche non beneficiarne affatto, ma esserne danneggiato): l’esempio principale è quello delle operazioni in conflitto di interesse, che – per quanto qui rileva – si identifica con l’interesse, “istituzionalizzato” in contratto, alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune.

<sup>249</sup> Ma cfr. *infra*, Capitolo II, sub § 23.2.1, per un esempio delle conseguenze derivanti dalla allocazione del potere di decidere in merito all’alternativa tra *trade sale* e preservazione dell’indipendenza dell’impresa in capo all’imprenditore.

<sup>250</sup> Segnalano la peculiarità del modello e i relativi “*side-effects*” J.M. FRIED - M. GANOR, *cit.*, p. 971, ove, a introduzione di una ben più ampia analisi svolta a seguire, il rilievo secondo cui “... *the combination of VCs’ cash flow and control rights ... often leads to a highly unusual corporate governance structure: one in which preferred—rather than common—shareholders control the board and the corporation*”.

<sup>251</sup> Il tema del conflitto di interessi tra soci (quali *residual claimants*) e i creditori (quali, qui genericamente, *senior financial claim-holders*) e dei costi che può generare ha formato oggetto di una nota e importante letteratura teorica che si tende a far iniziare

Più precisamente, si tratta di una problematica speculare a quelle osservabili – e di gran lunga più studiate – nelle ipotesi di eccessiva assunzione del rischio in regime di “*limited liability*” e soprattutto di opportunistico esercizio dei poteri decisionali “*in the zone of insolvency*” da parte dei *residual claimants*<sup>253</sup> in danno dei *senior financial claimants* (per semplicità, i creditori).

---

con M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976), in *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305 ss.; e proseguire con M. JENSEN - W.S. CLIFFLORD Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, in E. ALTMAN - M. SUBRAMANYAN (a cura di), *Recent Advances in Corporate Law*, Homewood (IL), Irwin Publishing, 1985, pp. XIX-438, pp. 93 ss. e C.W. SMITH - J.B. WARNER, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants* (1979), in *Journal of Financial Economics* 7, pp. 117 ss. Se gli aspetti teorici della questione sono relativamente chiari, resta invece ancora molto da sapere sul piano empirico. In tema, cfr. per esempio, anche per una ragionata panoramica della letteratura di riferimento, E.P. GILJE, *Do Firms Engage in Risk-shifting? Empirical Evidence* (2016), in *Review of Financial Studies* 29, pp. 2925 ss., secondo cui, nel complesso, i dati empirici indurrebbero a ritenere che anche in caso di esacerbati conflitti tra soci e creditori in imprese in precarie condizioni finanziarie, i primi non sembrerebbero assumere livelli eccessivi di rischio, in contrasto con le predizioni della letteratura teorica. Per una puntuale illustrazione del problema e anche per ampi riferimenti bibliografici, cfr. K. AYOTTE - E.S. HOTCHKISS - K. S. THORBURN. *Governance in Financial Distress and Bankruptcy*, in M. WRIGHT - D. S. SIEGEL - K. KEASY - I. FILATOTCHEV (a cura di), *Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford, OUP, 2013, pp. XVIII-811, pp. 159 ss. Nel discorso sinora svolto per vero si lasciano isolare che conducono, ancora più in generale a una riflessione sulla peculiarità del processo di *decision-making* nel caso in cui uno stesso soggetto direttamente o indirettamente detenga *claims* diversi e perciò esposto al rischio di trovarsi in una situazione di “immanente” conflitto.

<sup>252</sup> Come precisano W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1887, la *trade sale* distruttiva di valore “...reminds us that common stock-enterprise value conflicts can arise incident to any priority claimn — senior equity claims as well as debt ...”.

<sup>253</sup> Ci si riferisce – è intuibile – innanzitutto allo scenario in cui i *residual financial claimants* continuino a preservare “a oltranza” l’esistenza di un’impresa nella speranza di generare valore residuale anche indulgendo in conclamate forme di eccessiva assunzione del rischio, nella consapevolezza che, stante il regime di limitata responsabilità di cui godono, stanno nei fatti facendo impresa con i soldi dei creditori e, dunque, senza sopportare alcun *downside risk*. Tali dinamiche sono ben spiegate – come noto – in F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Limited Liability*, cit., p. 93, cui si rinvia per i fondamentali rilievi circa i rapporti tra responsabilità limitata ed “*excessive risk-taking*”, ma anche *passim*; e sarà possibile coglierne il rilievo – per quanto qui interessa – a breve: cfr. infra, in questo Capitolo, sub § 18.1.5, ove si considera lo scenario in cui il *venture capitalist*, non assecondando (legittimamente), l’inclinazione al rischio di un imprenditore “*under-water*”, procede a una *trade sale* distruttiva di valore benigna. Ci si riferisce, però, anche al problema, del tutto simile per certi aspetti a quello appena

Tuttavia, se in quei frangenti il conflitto viene ad esistenza tra soci e determinati portatori di pretese finanziarie *esterni* al contratto di società (almeno nel senso in cui lo si è da noi tradizionalmente, la *trade sale* distruttiva di valore maligna assurge invece a manifestazione paradigmatica della scelta opportunistica del titolare del *senior financial claimant* di agire in danno di un *junior financial claimant* internamente allo stesso contratto di società.

#### 18.1.5. La *trade sale* distruttiva di valore non opportunistica

Si è sinora rilevato come la *trade sale* distruttiva di valore possa essere funzione dell'opportunistica scelta del *venture capitalist* di massimizzare il proprio *payoff* (e non invece la complessiva ricchezza comune), indotta da un problema di incompatibilità degli incentivi, che trova la propria causa efficiente nelle preferenze liquidatorie. Si è rilevato, inoltre, come tali dinamiche possano essere più frequentemente osservabili nelle ipotesi in cui la *portfolio company* versi in una certa situazione. Si è notato, infine, anche come la *trade sale* opportunistica distruttiva di valore possa essere utilmente osservata anche tramite le lenti offerte dalla contrapposizione tra la posizione di *senior financial*

---

enunciato, del *decision-making* degli amministratori e dei soci di controllo nel momento in cui l'impresa si trovi "in prossimità della zona di insolvenza", quale fase di vita dell'impresa in cui è più probabile che le vedute e gli interessi dei titolari di *junior* e *senior financial claims* divergano e collidano. In tema, nel contesto di una vasta letteratura, si segnalano in particolare, perché basati su un approccio di carattere funzionale che agevola l'instaurazione di un parallelo con la *trade sale* distruttiva di valore che occupa questo elaborato o comunque contengono elementi utili a tal fine di più immediata percepiibilità, su tutti R.D. VALSAN - M.A. YAHYA, *Shareholders, Creditors, and Directors' Fiduciary Duties: A Law and Finance Approach* (2007), in *Virginia Law & Business Review* 2, pp. 2 ss.; ma anche S.M. BAINBRIDGE, *Much Ado about Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency* (2006), in *Journal of Business and Technology Law* 12, pp. 336 ss.; S. SEPE, *Directors' Duty to Creditors and the Debt Contract*, *ivi*, pp. 553 ss.; F. TUNG, *Gap Filling in the Zone of Insolvency* (2006), in *ivi*, pp. 605 ss.; ID., *New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors* (2008), in *57 Emory Law Journal*, pp. 809 ss.; e, da ultimo, A. HARGOVAN - T.M. TODD, *Financial Twilight Re-Appraisal: Ending the Judicially Created Quagmire of Fiduciary Duties to Creditors* (2016), in *78 University of Pittsburg Law Review*, pp. 135 ss.

*claimant* del *venture capitalist* e quella di *residual claimant* dell'imprenditore e spiegata in ragione dell'inclinazione del primo ad assumere livelli subottimali di rischio.

Dalle notazioni che precedono si deduce che di opportunismo può parlarsi con riferimento a tutte quelle ipotesi in cui, pur potendo in astratto proseguire il rapporto, il *venture capitalist* è indotto, per ragioni correlate alla scelta di massimizzare il proprio *payoff* ovvero ad assumere livelli subottimali di rischio, a porre prematuramente fine a una relazione contrattuale in astratto in grado di generare una ricchezza maggiore di quella conseguita per effetto della *trade sale*.

Sarebbe però errato pervenire all'instaurazione di un biunivoco collegamento tra distruzione di valore e opportunismo: sarebbe cioè errato pensare che ogniqualvolta il *venture capitalist* procede a una *trade sale* distruttiva di valore debba sol perciò ritenersi che tale esito è correlabile a una scelta opportunistica.

Al contrario, pur potendosi certamente affermare che la scelta opportunistica del *venture capitalist* potrebbe condurre a una *trade sale* distruttiva di valore, non può invece anche affermarsi che la *trade sale* distruttiva di valore consegua sempre alla scelta opportunistica del *venture capitalist*: possono infatti ben darsi situazioni nelle quali può osservarsi distruzione di valore senza che tale esito sia però funzione di scelte opportunistiche del *venture capitalist*<sup>254</sup>.

---

<sup>254</sup> In letteratura non è chiaro se al *venture capitalist* sia sempre fatto potere di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore. Per quanto è dato intendere, taluni tendono a ritenere che tale esito sarebbe senza dubbio ammissibile in quanto funzione dei complessivi contenuti contrattuali: cfr. per esempio W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1877, ove si rileva, nei limiti in cui la *trade sale* sia fatta per mero capriccio e dunque in modo certamente opportunistico, “*come an entrepreneur who transfers control in exchange for venture capital financing arguably waives the common stockholder's objection to a sale below enterprise value*”. Analogamente, ma sulla base dell'enfaticizzazione dei contratti impliciti “racchiusi” nelle scelte fatte dai privati in punto di conformazione della struttura finanziaria dell'impresa, D.G. BAIRD - M.T. HENDERSON, cit., p. 1332. Altri spiegano come l'allocatione del potere di decidere in merito alla *trade sale* porti seco la possibilità di promuovere l'interesse del soggetto cui quel potere è stato assegnato: cfr. J.M. FRIED - M. GANOR, cit., p. 967. In questa sede sembra più ragionevole ipotizzare una distinzione tra *trade sales* distruttive di valore opportunistiche e *trade sales* distruttive di valore non opportunistiche, osservabili

Se ne possono descrivere almeno due<sup>255</sup>. La prima e più ovvia situazione in cui il *venture capitalist* può *legittimamente* procedere a una *trade sale* distruttiva di valore è quello in cui si profila il momento della conclusione del rapporto gestorio sussistente tra gli investitori e la *venture capital firm* e il *venture capitalist* e, di riflesso, il *dies ad quem* della relazione con l'imprenditore<sup>256</sup>, ma il mercato delle acquisizioni non è ancora in grado di apprezzare efficientemente il valore della *venture capital-backed firm*.

In uno scenario del genere, in cui *deve* procedersi – e con l'imprenditore si era concordato che il *venture capitalist* avrebbe potuto procedere – al disinvestimento ma non vi è spazio per soluzioni premianti, una *trade sale* distruttiva di valore non può non rappresentare un esito *tollerabile*.

In molti casi, giunto quel momento, il *venture capitalist* può valutare se mantenere il proprio investimento ovvero liquidarlo tramite una *trade sale*<sup>257</sup>; ma ove ciò non sia affatto possibile o più possibile o

---

solo negli scenari di cui si viene dicendo nel testo, secondo l'impostazione data al problema dalle prime due coppie di autori citate in questa nota.

<sup>255</sup> In realtà ve ne sarebbe anche una terza, su cui però può farsi a meno di soffermarsi: la mente corre alla situazione in cui la scelta di preservare l'indipendenza dell'impresa abbia un valore atteso positivo superiore a quello associabile alla *trade sale* ma richieda altresì l'effettuazione di investimenti da parte del *venture capitalist* che genererebbero costi ulteriori che non soltanto non si riflettono nella valutazione del valore delle opzioni disponibili, ma, inoltre, inciderebbero sul *payoff* individuale del *venture capitalist* in misura tale da privare l'opzione di valore positivo.

<sup>256</sup> Si richiami quanto in precedenza osservato a proposito della necessaria limitatezza temporale del rapporto tra investitori e gestori in seno alla *venture capital firm*; e quanto complementariamente rilevato a proposito della circostanza che implicito nel contratto tra *venture capitalist* e imprenditore è una *termination option* che il primo può esercitare al fine di provocare, una volta che il rapporto con l'imprenditore si sia "esaurito" sul piano temporale, il disinvestimento e la conseguente liquidazione degli *assets*: cfr. *supra*, in questo Capitolo, rispettivamente, *sub* §§ 8.2, 8.3 e 11.

<sup>257</sup> Si richiami, ora, quanto pocanzi notato a proposito dei contenuti del regolamento negoziale deputato a governare il rapporto tra investitori e gestori in seno alla *venture capital firm* con precipuo riferimento alla *mandatory liquidation provision* e alla possibilità di prevedere una sorta di "proroga" che consenta una certa elasticità nella gestione di quelle situazioni in cui si profilano "*big wins*" e quindi un'estensione dei tempi di operatività del fondo appare un'opzione economicamente attraente e perciò negozialmente giustificabile: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 8.2.

comunque non sia ritenuto opportuno, la scelta di procedere a una *trade sale* è insindacabile.

Se, per esempio per via delle condizioni in cui il mercato versa o in ragione delle caratteristiche idiosincriche dell'impresa, tale *trade sale* consentisse di realizzare un valore inferiore a quello che l'impresa ha nella prospettiva dell'indipendenza non sarebbe perciò solo da considerarsi frutto di una scelta opportunistica, nonostante l'osservabile distruzione di valore che ne consegue<sup>258</sup>.

Una seconda situazione in cui il *venture capitalist* può senz'altro procedere a una *trade sale* distruttiva di valore è quella in cui la superiorità del valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza è invero funzione di un *upside potential* modesto o addirittura marginale e soprattutto destinato a materializzarsi solo implementando una rischiosissima strategia dalle sparute probabilità di successo, tale da combinare limitate opportunità di creazione di ricchezza con importanti probabilità di attualizzazione di quel *downside risk* a cui, però, solo il *venture capitalist* sarebbe esposto<sup>259</sup>.

Si muova, infatti, dalla considerazione del fatto che il *venture capitalist* è – come si è visto – titolare di pretese finanziarie di rango superiore rispetto a quelle dell'imprenditore; e in aggiunta si consideri che, in quanto *residual claimant*, un imprenditore potrebbe talora essere incentivato a “giocare” con i soldi degli altri<sup>260</sup>. il *venture capitalist* può a

---

<sup>258</sup> Sul punto cfr., su tutti, W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1885, ove si rileva, in eloquentemente, come “*venture capitalists are not expected of having infinite patience*”, proprio per alludere, nel contesto di un ben più complesso discorso, alla possibilità che si dia una *trade sale* distruttiva di valore che incide bensì sulla posizione dell'imprenditore, ma in base alle pattuizioni previamente intervenute sul punto tra le parti per quanto segnatamente attiene all'orizzonte temporale entro cui la relazione avrebbe dovuto evolversi e esaurirsi. Ciò in quanto “[t]he entrepreneur makes its bed at the get-go by selling control to the venture capitalist in exchange for needed capital and ... [a] sale at the venture capitalist's insistence is an eminently foreseeable consequence”: *Id.*, p. 1876.

<sup>259</sup> W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., pp. 1885-1889, ove il rilievo secondo cui in scenari come questi può certamente concludersi che “*value has been taken pursuant to an ex ante contract*” e che, perciò, non è ravvisabile alcuna forma di opportunismo.

<sup>260</sup> In situazioni del genere, infatti, l'imprenditore, infatti, ha sempre interesse a proseguire l'impresa, perché l'*equity* ha valore anche se esiste una minima *chance* di



date condizioni certamente esercitare i poteri di cui dispone ad egoistica tutela della propria posizione, anche ove da ciò consegua anche la distruzione di una data frazione della complessiva ricchezza comune<sup>261</sup>.

Formulare al riguardo una regola precisa, che si presti a una pronta e meccanica applicazione, è impossibile. Nondimeno, può forse dirsi che, nel valutare la scelta del *venture capitalist*, sarebbe opportuno tenere presente la rischiosità della strategia da cui dipende la produzione di ulteriore valore; l'entità dell'incremento di ricchezza eventualmente generabile; e l'importanza del *downside risk* associato alla scelta di preservarne l'indipendenza. Infatti, tanto più rischiosa è la prima e trascurabile è il secondo, tanto meno oggetto di valutazione discrezionale, specialmente a fronte di un importante *downside risk*, è la scelta del *venture capitalist* di procedere alla *trade sale*, ancorché essa provochi una distruzione di valore.

Nei due scenari considerati, dunque, la distruzione di valore conseguente alla *trade sale* non discende da una scelta opportunistica, ma sembra essere funzione dell'esercizio di prerogative implicite racchiuse in quella *termination option* di cui il *venture capitalist* gode *ex contractu*<sup>262</sup>.

Nel primo caso, la predefinita finitudine temporale della relazione e la contemplata possibilità che la fine fosse in concreto sancita da una

---

profitto. Cfr., muovendo dalla considerazione degli *equity holders* nel contesto di un'impresa insolvente e nella prospettiva di legittimare l'intervento della disciplina fallimentare per sottrarre loro il potere residuale di controllo associato alla propria posizione di *residual claimants*, T. JACKSON - D. SKEEL, *Bankruptcy and Economic Recovery*, in M.N BAILY - R.J. HERRING - Y. SEKI, *Financial Restructuring to Sustain Recovery*, Washington (DC), Brookings Institution Press, 2013, pp. XI-191, pp. 97 ss., spec. p. 99, nt. 4, ove il lucido rilievo secondo cui "*equity always has a positive value*", perché "*limited liability ... prevents equity from ever being worth less than nothing*", con la conseguenza che, proprio perciò, "*...even the remotest upside possibility creates positive value for equity*".

<sup>261</sup> Cfr. D.G. BAIRD - M.T. HENDERSON, *cit.*, p. 1332, ove si sottolinea come i *venture capitalists* di regola abbiano il diritto di procedere a una *trade sale* preordinata al perseguimento di egoistici obiettivi di tutela della propria posizione di *senior financial claimant* anche se a tale esito si perviene "*at the expense of firm value*".

<sup>262</sup> Di tale *termination option*, quale funzione delle scelte dei privati consapevolmente fatte in punto di allocazione del rischio imprenditoriale, si è già detto: cfr. *supra*, in questo Capitolo, rispettivamente, *sub* §§ 8.2, 8.3 e anche 11.

*trade sale* valgono a giustificare l'operato di un *venture capitalist* da cui non ci si può attendere un supporto a tempo indeterminato a fronte di un regolamento pattizio che – come rilevato in precedenza – invece contempla chiaramente “*a time to stay*” e “*a time to sell*”<sup>263</sup> e che contempla anche che l'imprenditore, pur di ricevere all'origine il supporto del *venture capitalist*, concordi una allocazione del rischio imprenditoriale tale da sopportare le conseguenze scaturenti dall'impossibilità di conseguire sul mercato delle acquisizioni un prezzo che rifletta quantomeno il valore della propria partecipazione<sup>264</sup>.

Nel secondo caso, invece, non si può ignorare che le scelte fatte in punto di definizione della struttura finanziaria dell'impresa e di allocazione dei poteri decisionali, che nel complesso comportano l'allocazione del potere di decidere delle sorti dell'impresa al *senior financial claimant*, contemplan implicitamente anche la possibilità che il *venture capitalist* avrebbe potuto rifiutarsi di perseguire quelle strategie estremamente rischiose che possono invece risultare attraenti per l'imprenditore, in quanto unico genuino *residual claimant* dell'impresa<sup>265</sup>.

Vero allora in entrambi i casi è che “*value has been taken, but pursuant to an ex ante contract*”<sup>266</sup>, con la conseguenza che in tali frangenti l'imprenditore non ha alcuna valida aspettativa contrattuale di cui lamentare la lesione. Il *venture capitalist* ha cioè esercitato i propri poteri funzionalmente agli obiettivi per cui gli sono stati *ex ante* attribuiti.

---

<sup>263</sup> Sul punto cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 11.

<sup>264</sup> Cfr. W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, p. 1886, ove un'esemplificazione in cui si ammette che si possa far luogo a una *trade sale* distruttiva di valore qualora l'alternativa sia rappresentata dalla implementazione di una strategia particolarmente rischiosa che genererebbe un incremento solo marginale della complessiva ricchezza comune.

<sup>265</sup> Cfr. ancora D.G. BAIRD - M.T. HENDERSON, *cit.*, pp. 1332-1333.

<sup>266</sup> Così, testualmente, con riferimento alla *trade sale* distruttiva di valore conseguente alla scelta del *venture capitalist* di non assecondare il *risk-appetite* dell'imprenditore, ma con ragionamento che ne consente la generalizzazione, almeno nei limiti di cui nel testo, W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, p. 1887.

Sia chiaro: si è ben consapevoli delle possibili difficoltà di distinguere tra una *trade sale* distruttiva di valore sorretta da motivazioni opportunistiche e una *trade sale* distruttiva di valore genuinamente volta a porre fine alla relazione per “scadenza del termine” ovvero per legittimamente limitare l’esposizione al *downside risk* che l’alternativa della prosecuzione dell’impresa potrebbe comportare.

Tali difficoltà pratiche, tuttavia, non scalfiscono la rilevanza della distinzione tra *trade sales* maligne e *trade sales* benigne che, nell’ottica della comprensione dell’economia della relazione tra *venture capitalist* e imprenditore, assume rilievo decisivo; e di cui – come si viene subito dicendo – si impone di tener conto all’atto di enucleare la disciplina cui assoggettare tali operazioni, ove si intenda creare le basi perché *venture capitalist* e imprenditore conseguano né più né meno di quanto il contratto che essi hanno sottoscritto prevede.

CAPITOLO II  
L'INTERVENTO REGOLATORIO  
A PROTEZIONE DELL'IMPRENDITORE  
TRA MODELLO IDEALE E DECLINAZIONI REALI

SOMMARIO: SEZIONE E: IL MODELLO ASTRATTO - 19. Il problema (sintesi) e l'insufficienza del deterrente reputazionale – 20. L'intervento regolatorio: ineluttabilità, finalità e necessaria modulabilità – 21. Oggetto, termini e finalità della comparazione - SEZIONE F: UNA PRIMA DECLINAZIONE CONCRETA: L'ORDINAMENTO STATUNITENSE - 22. La *venture capital-backed firm* statunitense: aspetti salienti – 22.1. Strumenti finanziari: *common shares* e *convertible preferred shares* – 22.2. Organo amministrativo e organo assembleare – 23. La *cash-for-stock merger* – 23.1. Nozione – 23.2. Disciplina – 23.2.1. Il diritto scritto – 23.2.1.1. L'approvazione – 23.2.1.2. L'apparato rimediabile - 23.2.2. Il *case-law* – 23.2.2.1. L'assoluta discrezionalità dell'imprenditore – 23.2.2.2. L'assoluta discrezionalità (anche) del *venture capitalist* (?) - 23.2.2.3. La subordinazione dell'interesse del *venture capitalist* – SEZIONE G: UNA SECONDA DECLINAZIONE CONCRETA: L'ORDINAMENTO ITALIANO - 24. La *venture capital-backed firm* di diritto italiano: aspetti salienti – 25. La co-vendita da trascinamento – 25.1. Nozione – 25.2. Disciplina – 25.2.1. Il notariato, il *floor* e il recesso – 25.2.2. La pareristica e il *floor* – 25.2.2.1. Validità condizionata alla previsione del *floor* – 25.2.2.2. Automatica applicazione del principio di equa valorizzazione – 25.2.3. La giurisprudenza, il *floor* e la prelazione – 25.2.3.1. Validità condizionata alla previsione del *floor* – 25.2.3.2. Validità incondizionata e rilevanza della componente fiduciaria – 25.2.3.3. Validità condizionata alla presenza del diritto di prelazione.

- Sezione E: IL MODELLO ASTRATTO -

19. Il problema (sintesi) e l'insufficienza del deterrente reputazionale

La scelta del *venture capitalist* e dell'imprenditore di creare una relazione di lungo periodo è strumentale – come si è avuto modo di spiegare<sup>267</sup> – alla creazione delle condizioni “ambientali” idonee per

---

<sup>267</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub § 9.

l'effettuazione degli ottimali livelli di investimenti, nella prospettiva di agevolarne la maturazione e, dopo un certo periodo di tempo, capitalizzarne il valore sul mercato delle acquisizioni tramite una *trade sale*<sup>268</sup>.

Sebbene l'esigenza di prevenire in radice la possibilità che, nell'imminenza della *trade sale*, l'imprenditore possa assumere contegni opportunistici in grado di generare già discusse inefficienze distributive e allocative giustifichi la previsione di due tipi di meccanismi utili a consentire all'acquirente di conseguire il controllo totalitario dell'impresa senza che a tal fine si renda necessaria la cooperazione dell'imprenditore, proprio la previsione di tali meccanismi potrebbe creare i presupposti per l'emersione di scenari in cui il *venture capitalist* potrebbe risolversi nel senso di agire egli stesso opportunisticamente.

In primo luogo, ciò potrebbe accadere in ragione degli incentivi perversi generati dalle preferenze liquidatorie, che, specialmente ove l'impresa supportata intraprenda un percorso di sviluppo orizzontale, potrebbero indurre il *venture capitalist*, sulla scorta dell'egoistico apprezzamento del proprio *payoff* individuale, a procedere a una *trade sale* distruttiva di valore e perciò penalizzante per l'imprenditore<sup>269</sup>.

In secondo luogo, analogo è l'esito che, guardando al rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore da altro punto di vista, emerge in quelle situazioni in cui il *venture capitalist* decida di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore in ragione della scelta di assumere un livello subottimale di rischio<sup>270</sup>.

Pur riconoscendone la astratta sussistenza, la letteratura gius-economica, soprattutto internazionale, ha sottolineato come il rischio che il *venture capitalist* possa abbandonarsi a contegni opportunistici sarebbe invero mitigato dalla preoccupazione di salvaguardare, in quanto c.d.

---

<sup>268</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 11 ss.

<sup>269</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18.1.

<sup>270</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 18.1.4.

“repeat player”<sup>271</sup>, la propria reputazione anche nei confronti di altri imprenditori e, più in generale, in seno al mercato di riferimento<sup>272</sup>.

Già tempo fa oggetto di più o meno approfondite riflessioni teoriche<sup>273</sup>, l’effettiva incidenza dell’elemento reputazionale sulla condotta degli agenti economici è oggi documentata da una varietà di ricerche empiriche che ne sottolineano il rilievo pratico in molteplici contesti di *business*<sup>274</sup>, tra cui – per quanto qui importa – si lascia

---

<sup>271</sup> Per la definizione di tale concetto, oggi impiegato in un’accezione ben più ampia di quella in cui era stato originariamente inteso, cfr. M. GALANTER, *Why the “Haves” Come out Ahead: Speculations on the Limits of Legal Change* (1974), in *Law & Society Review* 9, pp. 95 ss., spec. pp. 97-98, ove si definiscono “repeat players” come a “larger unit ..., which has had and anticipates repeated litigation, which has low stakes in the outcome of any one case, and which has the resources to pursue its long-run interests” (in contrasto ai “one-shotter” che sono concepiti come “a smaller unit whose stakes in a given case are high relative to the actor’s total worth”; e che sono proprio perciò “more likely to focus on the particular result from settling a dispute rather than the creation of long-term precedent affecting future operations”).

<sup>272</sup> In tema, cfr. B. KLEIN -K.B. LEFFLER, *The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance* (1981), in 89 *Journal of Political Economy*, pp. 615 ss.

<sup>273</sup> Al tema hanno per esempio accennato, con riferimento ai rapporti di collaborazione in generale, R. COOTER - B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences* (1991), in 66 *New York University Law Review*, pp. 1045 ss., spec. p. 1073, nt. 89 e testo corrispondente; come pure, con più specifico riferimento al contesto endosocietario, J. ARMOUR - H. HANSMANN - R.R. KRAAKMAN, *cit.*, p. 35, nt. 32, che riconducono la reputazione al novero dei cc.dd. “low powered incentives”, sì come notoriamente contrapposti ai cc.dd. “high powered incentives”, secondo una logica che non si risolve in una contrapposizione tra incentivi “importanti” e incentivi “irrilevanti”, ma serve soltanto a segnalare la maggiore “concretezza” dei primi, in quanto idonei ad intaccare la ricchezza dell’*homo oeconomicus*, rispetto ai secondi, che, come appunto è a dirsi la reputazione, concernono le implicazioni economiche di lungo periodo di una data scelta.

<sup>274</sup> Particolarmente ricca è la letteratura che documenta l’incidenza della reputazione nel contesto dell’industria dell’*auditing* e dell’*investment banking*, esaminando le implicazioni che scelte utili a salvaguardarla producono nel breve e nel lungo periodo: in tema cfr. per esempio, con riferimento all’industria dell’*auditing*, R.P. BEATTY, *Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings* (1989), in *The Accounting Review* 64, pp. 693 ss.; e, con riferimento all’industria dell’*investment banking*, R.P. BEATTY - J.R. RITTER, *Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings* (1986), in *Journal of Financial Economics* 15, pp. 213 ss.

certamente annoverare anche la relazione tra *venture capitalist* e imprenditori<sup>275</sup>.

Si è in particolare chiarito come i *venture capitalists*, pur razionalmente obbedendo innanzitutto alla logica di massimizzazione della propria ricchezza *immediata*, siano invero inclini anche ad assumere le decisioni utili a salvaguardare la propria reputazione (anche) presso la comunità<sup>276</sup>, al fine ultimo di preservare il capitale relazionale accumulato nel tempo<sup>277</sup> (la c.d. “*relational embeddedness*”<sup>278</sup>) nella

---

<sup>275</sup> Su tutti, per una esaustiva trattazione di profili generali del tema, cfr. C.N.V. KRISHNAN - R.W. MASULIS, *Venture Capital Reputation*, in D. CUMMING (a cura di), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford, OUP, 2012, pp. XIX-1031, pp. 61 ss.

<sup>276</sup> V. ATANASOV - V. IVANOV - K. LITVAK, *Does Reputation Limit Opportunistic Behavior in the VC Industry? Evidence from Litigation against VCs* (2012), in *The Journal of Finance* 67, pp. 2215 ss., ove una discussione teorica del rilievo della reputazione nel contesto dell'industria del *venture capital* e importanti dati empirici che comprovano come l'elemento reputazionale induca tali intermediari ad agire, di regola, in modo corretto nei confronti di varie controparti, tra cui gli imprenditori.

<sup>277</sup> La letteratura sottolinea, muovendo però dalla considerazione di un contesto in cui le nuove tecnologie erano pressoché irrilevanti, come i *venture capitalists* tendano ad instaurare rapporti di collaborazione con imprese che si trovano in una posizione di prossimità geografica (al fine, tra l'altro, di agevolare l'attività di monitoraggio dell'impresa) e che proprio la “co-appartenenza” a una identica “comunità di riferimento” ciò induca i *venture capitalists* a non agire opportunisticamente: cfr. B.S. BLACK - R.J. GILSON, *cit.*, pp. 262-263. Per una più ampia riflessione in tema, cfr. anche P. KALE - H. SINGH - H. PERLMUTTER, *Learning and Protection of Proprietary Assets in Strategic Alliances: Building Relational Capital* (2000), in *Strategic Management Journal* 21, pp. 217 ss.; D. DE CLERCQ - H.J. SAPIENZA, *Effects of Relational Capital and Commitment on Venture Capitalists' Perception of Portfolio Company Performance* (2006), in *Journal of Business Venturing* 21, pp. 326 ss.; e soprattutto F. WRAY, *Rethinking the Venture Capital Industry: Relational Geographies and Impacts of Venture Capitalists in Two UK Regions* (2012), in *Journal of Economic Geography* 12, pp. 297 ss.

<sup>278</sup> Dal punto di vista delle scienze sociologiche, la capacità di costruire nuove relazioni di *business* è correlata positivamente anche al grado di “connessione relazionale” (appunto, di “*relational embeddedness*”) di un dato agente economico, che eventuali contegni “*unfair*” o “*unethical*” potrebbero compromettere fino al punto di precludere la possibilità di sfruttare nuove opportunità di affari. In tema, cfr. M. GRANOVETTER, *Economic Action and Social Structure - The Problem of Embeddedness* (1985), in *American Journal of Sociology* 91, pp. 481 ss.

prospettiva ultima di non pregiudicare la possibilità di future collaborazioni con gli imprenditori più talentuosi<sup>279</sup>.

Sebbene proprio per tali ragioni non possa dubitarsi del fatto che, in dati frangenti, la reputazione possa in effetti fungere da informale meccanismo di *enforcement* contrattuale<sup>280</sup>, tale risultato nei fatti dipende dall'esistenza e dall'effettivo utilizzo di canali comunicativi che assicurino la puntuale e completa disseminazione e circolazione delle informazioni concernenti le eventuali condotte opportunistiche<sup>281</sup>: canali comunicativi che, però, possono mancare o quantomeno presentare, nonostante i potenziali miglioramenti associati al progresso tecnologico<sup>282</sup>, significative limitazioni funzionali – essere, cioè, inefficienti<sup>283</sup>.

Si aggiunga, inoltre, che gli imprenditori, soprattutto per ragioni culturali (e, in particolare, per via dell'esigenza di non apparire “negativi” agli occhi della comunità di riferimento), tendono a non esternare le proprie critiche<sup>284</sup>, limitando ulteriormente la rilevanza della

---

<sup>279</sup> Il dato è noto da tempo: ne discuteva già W.A. SAHLMAN, *cit.*, p. 513, ove appunto si segnala la strumentalità della scelta del *venture capitalist* di agire correttamente rispetto all'obiettivo di assicurarsi la possibilità di attrarre gli imprenditori più talentuosi, i quali altrimenti ricercerebbero soluzioni alternative.

<sup>280</sup> Su tutti cfr B. KLEIN - K. LEFFLER, *cit., passim*; ma anche D. KREPS - R. WILSON, *Reputation and Imperfect Information* (1982), in *Journal of Economic Theory* 27, pp. 253 ss.; e C. SHAPIRO, *Premiums for High-quality Products as Returns to Reputations* (1983), in *Quarterly Journal of Economics* 98, pp. 659 ss.

<sup>281</sup> Cfr. D.I BLAUSTEIN, *cit.*, senza numeri di pagina.

<sup>282</sup> In tema, cfr., su tutti D.G. SMTIH, *Venture Capital Contracting, cit.*, p. 162, ove la notazione secondo cui il *web* potrebbe contribuire a migliorare l'efficienza informativa di tale mercato sia perché potrebbe agevolare la creazione di “controparti centrali” deputate alla raccolta e alla conservazione delle informazioni, sia perché potrebbe aiutare ad abbattere i costi di produzione e disseminazione di tali informazioni; ma anche, più di recente, B.B. BROUGHMAN - J.M. FRIED, *Carrots and Sticks, cit.*, p. 1340, ove il rilievo, pur soltanto incidentale, secondo cui il progresso tecnologico non ha, almeno per ora, significativamente contribuito a incrementare i livelli di trasparenza informativa di tale mercato.

<sup>283</sup> La letteratura specialistica ha sottolineato in varie occasioni tale dato: cfr. per esempio D.G. SMTIH, *Venture Capital Contracting, cit.*, p. 161, ove il rilievo secondo cui il mercato in questione è inefficiente per via della inesistenza di *locus* su cui possano negoziarsi le informazioni disponibili.

<sup>284</sup> Cfr. per esempio T. GERON, *cit.*, ove il rilievo “*founders and investors don't want to reveal how the sausage is made in negotiations — and more importantly don't*



reputazione come deterrente informale di condotte opportunistiche da parte dei *venture capitalists*.

Ne discende, allora, che persino in quei contesti in cui l'affare tra *venture capitalist* e imprenditore non si evolve dall'inizio alla fine "nell'ombra" e in cui le informazioni rilevanti, soprattutto grazie all'attento "monitoraggio" della stampa specializzata<sup>285</sup>, non sono esclusivo appannaggio di circoli elitari, l'imprenditore potrebbe comunque finire per riscontrare insuperabili difficoltà nel conseguire un pacchetto di informazioni completo e perciò utile a pervenire ad un affidabile giudizio di "affidabilità" o "inaffidabilità" di un dato *venture capitalist*.

In sintesi: pur in astratto idonea a prevenire le condotte opportunistiche dei *venture capitalists*, l'efficacia della reputazione come deterrente informale è al più limitata e, in quei contesti in cui il mercato del *venture capital* è opaco, pressoché nulla.

## 20. L'intervento regolatorio: ineluttabilità, finalità e necessaria modulabilità

La rilevata sussistenza del rischio che il *venture capitalist* possa agire opportunisticamente e la constatata insufficienza di deterrenti

---

*want to criticize each other in public and break Silicon Valley's unspoken rule of positivity*". Si tratta di una regola senza confini geografici, valida anche in Europa ed in particolare in Italia: cfr. C. BURRIELLO, *Pensa positivo, agisci positivo: l'approccio giusto per la tua startup*, in *CSI Incubatore – Blog*, 30 luglio 2018, disponibile all'indirizzo <http://www.incubatorenapoliest.it/pensa-positivo-agisci-positivo-lapproccio-giusto-per-la-tua-startup/>.

<sup>285</sup>Il cui ruolo positivo, nel rendere pubblici, se del caso stigmatizzando, certi contegni opportunistici è stato da tempo chiarito da una influente letteratura (con riferimento al dibattito generale in tema di *corporate governance*) e può perciò qui, darsi per acclarato (oltre che "esportabile" nel contesto del dibattito specificamente concernente il governo delle *venture capital-backed firms*): cfr. A. DYCK - N. VOLCHKOVA - L. ZINGALES, *The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia* (2008), in *The Journal of Finance* 63, pp. 1093 ss.

informali caldeggiano, allora, una riflessione in merito all'individuazione di un più incisivo meccanismo di tutela dell'imprenditore: ossia, in breve, una riflessione intorno al tema dell'*an* e del *quomodo* dell'intervento regolatorio<sup>286</sup>, espressione qui impiegata per alludere alla regola sostanziale (di derivazione anche pretoria, se del caso) deputata a preservare *ex ante* e, se del caso, a ripristinare forzatamente *ex post* la cooperatività della relazione di *business*<sup>287</sup> e, quindi, le condizioni dell'efficienza "perduta"<sup>288</sup>.

---

<sup>286</sup>Si allude, dunque, alla regola sostanziale che governa il processo di *enforcement* del contratto tra *venture capitalist* e imprenditore: essa, cioè, si applica quale disciplina del contratto *de quo* a prescindere dalla circostanza che fonte di quella regola sia, per esempio, un organo giurisdizionale (cui, ovviamente, non potrebbe ascrivere una funzione formalmente assimilabile a quella del legislatore) ovvero altri veri e propri "regolatori". In sostanza, cioè, il precetto che risulta dall'intervento "regolatorio", almeno nella misura in cui enuclei una regola suscettibile di applicazione (non per forza vincolante) anche a controversie future, ha un'efficacia simile alle discipline legali codificate. In breve, il termine è qui utilizzato nel senso già anzitempo individuato da J. BLACK, *Rules and Regulators*, Oxford, OUP, 1997, pp. XI-745, spec. p. 19, ove l'aggettivo "regolatorio" è impiegato per far riferimento a qualsiasi comando che incide sul contegno dei consociati. In tal senso, cfr. Anche R. BALDWIN - M. CAVE - M. LODGE, *Understanding Regulation. Theory, Strategy, and Practice*, Oxford, OUP, 2011, pp. XIX-433, spec. p. 32. Ad ulteriore legittimazione della scelta del termine impiegato nel testo si nota che esso è impiegato con modalità simili anche nei paesi di *common law* per riferirsi (tra gli altri) all'attività di *law-making* delle corti che - "... *as Professor Eisenberg has reminded us ..., are legitimately in two businesses: deciding individual disputes and enriching our body of legal norms*": così (richiamandosi a M.A. EISENBERG, *The Nature of the Common Law*, Harvard (MA), Harvard University Press, 1991, pp. X-224, spec. pp. 4-7), T.D. RAKOFF, *The Implied Terms of Contracts: Of "Default Rule" and "Situation-Sense"*, in J. BEATSON - D. FRIEDMANN (a cura di), *Good Faith and Fault in Contract Law*, Oxford, Clarendon, 1997, pp. 191-229, spec. p. 195. Per più ampie considerazioni in tema e per un impiego in senso analogo del termine "regolatorio" cfr. anche B.N. CARDOZO, *The Nature of the Judicial Process*, New Haven, Yale University Press, 2010, pp. 156, spec. pp. 61-90. Una sintesi delle diverse nozioni di "regolamentazione" e sull'esigenza di un approccio interdisciplinare utile a identificare un comune nucleo concettuale si rinvia al recente lavoro di C. KOOP - M. LODGE, *What is Regulation? An Interdisciplinary Analysis* (2017), in *Regulation & Governance* 11, pp. 95 ss.

<sup>287</sup> Dal punto di vista economico, il contratto ha per definizione natura cooperativa, non già nel senso che comporta necessariamente la cooperazione *nel tempo* tra le parti, ma nel senso che la produzione del c.d. *surplus* cooperativo che ne giustifica l'esistenza postula appunto un ideale momento di "incontro" tra i rispettivi interessi: un contratto di compravendita, per esempio, è cooperativo nel senso che consente di trasferire il bene al soggetto che gli assegna il valore più alto. In generale, la cooperatività è infranta nel momento in cui una parte non mantiene le promesse fatte. Per quanto qui rileva, dunque con riferimento al contratto tra *venture capitalist* e imprenditore, la cooperatività è infranta nel momento in cui il *venture capitalist* non

Dal primo punto di vista, ossia per quanto attiene all'*an* dell'intervento regolatorio, basti qui solo rilevare come il duplice dato che la relazione tra il *venture capitalist* e l'imprenditore presenta una struttura tale da comprometterne la capacità di autogovernarsi e che a tale sfortunato esito possono accompagnarsi esternalità non trascurabili e – come appena visto – non mitigabili da istituzioni informali operanti in quel mercato valga di per sé a legittimare, in astratto, un intervento regolatorio utile a proteggere l'imprenditore dalle conseguenze delle scelte di un *venture capitalist* incline a perseguire obiettivi di partigiano arricchimento incompatibili con quelli “comunitari” individuati dalle parti all'origine della loro relazione contrattuale<sup>289</sup>.

Dal secondo punto di vista, ossia il *quomodo* del medesimo intervento regolatorio, si impone invece di notare come la teoria della regolamentazione insegna che la plausibilità di una qualsiasi risposta regolatoria preordinata a neutralizzare le conseguenze di un fallimento del mercato (che qui si manifesta come fallimento della specifica relazione contrattuale con potenziali ricadute sociali), merita di essere valutata anche in ragione della capacità della risposta regolatoria così ipotizzata a generare una situazione meno inefficiente di quella

---

esercita le proprie prerogative in conformità alle regole che le parti si sono date: ossia, allorché eserciti il potere di procedere alla *trade sale* per perseguire obiettivi diversi da quello della massimizzazione della complessiva ricchezza comune. Si pone, allora, il problema di ristabilire la cooperatività infranta: si pone, cioè, il problema di procedere all'*enforcement* del contratto al fine di garantire al *venture capitalist* e all'imprenditore il conseguimento della concordata remunerazione dell'investimento (secondo quanto assai più in generale autorevolmente spiegato da R. COOTER - U. ULEN, *cit.*, p. 281, ove la notazione secondo cui, “[a]ccording to the bargain theory, the promisee is entitled to the ‘benefit of the bargain’, which means the benefit she would have obtained from performance of the promise”).

<sup>288</sup> Sull'efficienza quale criterio per l'enucleazione della risposta regolatoria (e in generale quale obiettivo cui il sistema giuridico dovrebbe idealmente tendere e quindi anche quale parametro utile ai fini della valutazione delle discipline vigenti nella prospettiva della massimizzazione del benessere collettivo), cfr. F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, Giuffrè, 2002, pp. IX-169; e H. EIDENLMÜLLER, *Effizienz als Rechtsprinzip*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1995, pp. XVII-522.

<sup>289</sup> In generale, sui presupposti in presenza dei quali un intervento regolatorio può dirsi plausibile, cfr. J.E. STIGLITZ, *Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation*, in E.J. BALLEISEN - D.A. MOSS (a cura di), in *Government and Markets. Toward a New Theory of Regulation*, Cambridge, CUP, 2010, pp. XVI-559, pp. 13 ss.

osservabile in assenza di essa<sup>290</sup>: la risposta regolatoria si giustifica, cioè, non in ragione della sussistenza di una situazione inefficiente, ma in quanto essa è anche in grado di condurre quantomeno a una situazione meno inefficiente o, ancora meglio, a una situazione efficiente.

Generalizzando, allora, può anche dirsi che l'intervento regolatorio vada valutato non soltanto – come è ovvio – in ragione della capacità dello stesso di ridurre i livelli di inefficienza specifica, cioè derivante dal problema puntualmente osservabile; ma anche senza generare forme di inefficienza “derivata” o “collaterale”.

Affinché ciò, accada, però, è necessario che l'intervento regolatorio sia opportunamente calibrato: che, cioè, la regola eteronoma deputata (o il sistema di regole eteronome deputato) a ri-bilanciare quella relazione sia tale da non creare, nell'intento di risolvere un problema, un altro problema: per quanto qui interessa, occorre che l'intervento regolatorio sia in linea con i contenuti di un contratto che, nel caso, di specie sono tali – se ne è detto<sup>291</sup> – che il *venture capitalist* è bensì, da un lato, tenuto a massimizzare la complessiva ricchezza comune e dunque ad astenersi da scelte opportunistiche distruttive di valore; ma gode anche, dall'altro lato, della libertà, sanzionata in contratto, di assumere, pur solo in certi casi, decisioni che comportano una distruzione di valore.

Al regolatore idealmente si impone, quindi, di enucleare una regola di protezione dell'imprenditore che sia bensì utile a garantire la “rimediabilità” di certi esiti (la *trade sale* distruttiva di valore opportunistica) senza perciò solo precludere la “tollerabilità” di altri (la *trade sale* distruttiva di valore non opportunistica).

Si noti che la capacità del regolatore di elaborare una risposta che risponda a tali canoni non è una questione puramente teorica e perciò

---

<sup>290</sup> In tal senso, cfr. R. KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in G. FERRARINI - K. HOPT - E. WYMEERSCH (a cura di), *cit.*, pp. 95 ss., spec. p. 101, ove si nota come “[r]egulation is usually advocated as a corrective response to market failure. The existence of a market failure, however, is a necessary but still not a sufficient condition to call for government intervention”, perché “[i]t must still be proven (or at least convincingly argued) that “[rules] will be capable of [do[ing] it better, which is usually just a matter of presumption”.

<sup>291</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub § 18, soprattutto 18.1.5.

rilevante solo nella prospettiva di una astratta discussione di scienza della regolazione. Al contrario, si tratta di una questione da affrontare con la piena consapevolezza delle conseguenze scaturenti dalla scelta di enucleare un regime protettivo che non sia capace di rispettare le scelte delle parti: con la piena consapevolezza, in particolare, del fatto che un regime protettivo che non riesca a distinguere tra l'una e l'altra *trade sale* e perciò appresti una tutela indifferenziata in favore dell'imprenditore provocherebbe lo scardinamento della logica economica che nel complesso informa il rapporto tra le parti, laddove l'alterazione dei criteri di distribuzione della ricchezza generata dalla relazione che ne conseguirebbe finirebbe per riproporre, allora, i problemi di inefficienza distributiva e allocativa di cui si è già discusso, incidendo, in definitiva sulla preservazione delle condizioni per il corretto funzionamento e, dunque, per lo sviluppo del mercato di riferimento<sup>292</sup>.

## 21. Oggetto, termini e finalità della comparazione

È a questo punto possibile, sulla scorta del quadro concettuale delineato e delle puntualizzazioni svolte in merito a plausibilità, finalità e necessaria modulabilità della risposta regolatoria, comparare contenuti ed effetti delle risposte regolatorie apprestate per risolvere il problema dell'esercizio opportunistico, da parte del *venture capitalist*, del potere di provocare il trasferimento del controllo totalitario degli *assets* di una *venture capital-backed firm* sia negli Stati Uniti che in Italia – che è, nel suo nucleo fondamentale, il problema della *trade sale* opportunistica (anche se – per più volte rilevato<sup>293</sup> – esso racchiude in sé anche il problema dell'apprestamento di una risposta regolatoria in

---

<sup>292</sup> Che – per quanto già rilevato in principio di questo elaborato – è cruciale per il finanziamento di quei progetti innovativi da cui dipende lo sviluppo di una data economia e, dunque, l'accrescimento dei generali livelli di benessere collettivo: cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 6.

<sup>293</sup> Cfr. ancora *supra*, Capitolo I, *sub* § 18, soprattutto § 18.1.5.

grado di non trattare come opportunistica qualsiasi *trade sale* sol perché distruttiva di valore).

Stati Uniti e Italia sono due contesti in cui il mercato del *venture capital* ha – come a tutti da tempo noto – raggiunto gradi di sviluppo ben diversi<sup>294</sup> e perciò, da questo punto di vista, molto distanti. Molto distanti, eppure così vicini, potrebbe però dirsi: vicini perché – come si

---

<sup>294</sup>Il mercato del *venture capital* statunitense è – come noto – il più sviluppato al mondo, senza che, nonostante gli sforzi, alcun paese europeo e, per vero, l'intero continente, abbia mai fatto registrare *performances* tali da metterne in forza tale primato. Al contrario, esiste e persiste un importante *gap* che gli studi documentano ampiamente: cfr. per esempio L. BOTTAZZI - M. DA RIN, *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies* (2002), in *Economic Policy* 17, pp. 229 ss.; e, più tardi, L. BOTTAZZI - M. DA RIN - T. HELLMANN, *The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis* (2004), in *The Journal of Private Equity* 7, pp. 26 ss. La situazione non è mutata sensibilmente neanche a seguito di importanti riforme: sfr. F. BERTONI - A. CROCE, *Policy Reforms for Venture Capital in Europe*, in M. G. COLOMBO - L. GRILLI - L. PISCITELLO - C. ROSSI-LAMASTRA (a cura di), *Science and Innovation Policy for the New Knowledge Economy*, Cheltenham, Edward Elgar, 2011, pp. VIII-548, pp. 137 ss.; e, per una non accademica ma potente illustrazione della “*persistent disparity*” esistente tra i due mercati, V. BASTA, *Investing in the US and Europe Are Totally Different Industries*, in *Technocrunch*, 7 giugno 2017, disponibile sul sito del *magazine* all'indirizzo <<https://techcrunch.com>>. Il mercato italiano non rappresenta certo un'eccezione nel contesto europeo, come la stampa specializzata ha più volte sottolineato: da ultimo cfr. S. FILIPPETTI, *Venture capital, la spinta dalle aziende*, in *Il Sole-24Ore*, 7 ottobre 2017, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo <[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)>, che esordisce con l'eloquente notazione secondo cui “[v]enture capital [sia] ancora una parola straniera in Italia”. Infatti, l'industria del *venture capital* italiana è ancora oggi decisamente sottosviluppata: la letteratura più recente ha evidenziato come i *venture capitalists* nostrani siano pochi, investano per poco tempo (in media 3 anni); tendano ad effettuare numerosi investimenti in varie imprese; siano, salvo le eccezioni rappresentate da taluni fondi di minori dimensioni che si concentrano su imprese attive in settori *high-tech*, poco specializzati. Sul punto, cfr., anche per gli opportuni riferimenti bibliografici, V. VACCA, *Financing Innovation in Italy: An Analysis of Venture Capital and Private Equity Investments*, in *Bancaria*, 2016, pp. 1 ss. Il paragone tra il mercato statunitense e quello italiano è improponibile. Nel 2013 come nel 2017 il rapporto tra investimenti *pro capite* in *venture capital* e prodotto interno lordo negli Stati Uniti era pari allo 0,17%, mentre in Italia, a dimostrazione della “sottigliezza” del relativo mercato, quel rapporto si è attestato intorno allo 0,04%. Quanto al 2013, cfr. F. BERTONI - G. COLOMBO - A. QUAS, *The Patterns of Venture Capital Investment in Europe* (2015), in *Small Business Economics* 45, pp. 543 ss., spec. p. 545., che rinvia a Cfr. OECD (2013), *Entrepreneurship at a glance 2018*, disponibile sul sito dell' *Organisation for Economic Co-operation and Development* all'indirizzo <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)>; quanto al 2018, cfr. OECD (2013), *Entrepreneurship at a glance 2018*, disponibile sul sito dell' *Organisation for Economic Co-operation and Development* all'indirizzo <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)>.

avrà modo di segnalare – tanto negli Stati Uniti (si legga: Delaware<sup>295</sup>) quanto in Italia la *trade sale* sembra essere assoggettata a una disciplina incapace di cogliere appieno la sostanza economica del contratto tra *venture capitalist* e imprenditore, al cui *enforcement* ottimale ostano istituti di diritto societario che, per la meccanicità con cui sono operano o sono applicati, mal si adattano alle specificità della relazione in esame.

Le ragioni di tali affermazioni, che di primo acchito possono apparire paradossali, non tarderanno ad emergere. Prima però si impone di svolgere talune precisazioni utili a chiarire l’oggetto specifico e i termini della comparazione cui ci si propone di procedere, come pure l’obiettivo ultimo che ci si propone di raggiungere.

In primo luogo, è opportuno precisare che, negli Stati Uniti, la *trade sale* si realizza tramite una fusione con integrale conguaglio in denaro in favore del *venture capitalist* e dell’imprenditore, ossia una c.d. “*cash-for-stock merger*”<sup>296</sup>; mentre in Italia si realizza tramite la co-vendita da trascinamento<sup>297</sup>.

---

<sup>295</sup> Come noto, in base alla c.d. “*internal affair doctrine*”, la *governance* interna della società è governata dal diritto dello stato in cui l’impresa è stata costituita, a prescindere dalla circostanza che la società poi operi in un altro stato. La maggior parte delle società statunitensi è assoggettata al diritto del Delaware: tali conclusioni si impongono con riferimento alle società di grandi dimensioni (cfr. per esempio L.A. BEBCHUK - A. HAMDANI, *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition Over Corporate Charters* (2002), in *The Yale Law Journal* 112, pp. 553 ss.), come pure, anche se in termini meno netti (data la concorrenza della California) per le imprese di nuova formazione come quelle supportate dai *venture capitalists* (cfr. B.B. BROUGHMAN - J.M. FRIED - D.D. IBRAHIM, *Delaware Law as Lingua Franca: Theory and Evidence* (2014), in *The Journal of Law and Economics* 57, pp. 865 ss.).

<sup>296</sup> Al fine di agevolare la delimitazione del quadro concettuale di riferimento e quindi la comparazione con la co-vendita da trascinamento, si è scelto di individuare il termine di paragone nella *cash-for-stock merger*. In realtà, però, accade, almeno nella misura in cui il *venture capitalist* e l’imprenditore siano indifferenti alla natura della *consideration* ricevuta per effetto della fusione, che, a seconda dei casi, la *trade sale* si risolva in una *stock-for-stock merger* (si pensi, per fare il più banale degli esempi, al caso in cui, trattandosi di conseguire il valore delle sole preferenze liquidatorie, il *venture capitalist* accetti di ricevere *shares* della società acquirente o del veicolo da questa impiegata per procedere all’acquisizione); o in una *cash & stock-for-stock merger* (si pensi al caso in cui, l’imprenditore riceva liquidità e il *venture capitalist* invece riceva strumenti finanziari in una delle società del gruppo di cui l’acquirente è parte). Nel contesto di questo elaborato si potrà intendere come tali evenienze sono affatto rare: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 23.3.2. Se si tenessero presenti anche

In linea con le scelte fatte all'atto di delineare il quadro concettuale, anche in questo caso si ritiene opportuno giustificare la comparabilità di due soluzioni transazionali apparentemente così diverse, sulla scorta del ricorso ad un approccio autenticamente funzionale<sup>298</sup> – peraltro affatto sconosciuto alla migliore giuscommerciale italiana<sup>299</sup> – che trova ancoraggio nei rilievi precedentemente svolti circa l'equivalenza funzionale delle due operazioni<sup>300</sup>.

A tal fine si presta attenzione alla situazione in cui, in linea con le esigenze efficientistiche che giustificano la superiorità di tale soluzione, il *venture capitalist* deve esercitare il potere di procedere alla *trade sale* in ossequio alla regola di *default* che lo preordina alla massimizzazione

---

tali situazioni, il discorso si arricchirebbe di molteplici elementi, anche positivi, che qui però non è possibile considerare.

<sup>297</sup> Si tratta di due manifestazioni, operanti, rispettivamente, sul piano della *asset combination* e dello *share transfer*, di quel potere, nella sostanza sempre identico a sé stesso, che per le ragioni di cui si è già detto è tipica prerogativa del *venture capitalist*: cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 15.

<sup>298</sup> Secondo l'insegnamento impartito da J. ARMOUR - L. ENRIQUES - R. KRAAKMAN - P. DAVIES - H. HANSMANN - G. HERTIG - K.J. HOPT - H. KANDA - M. PARGLENDER - W.-G. RINGE, E. ROCK, *cit.*, pp. 1-10 e più in generale *passim*; anche se, sul tema dell'approccio funzionale, le indicazioni bibliografiche già fornite in precedenza, *supra*, Capitolo I, *sub* §7. Per alcune applicazioni di questo approccio cfr. anche L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)* (2015), in *European Business Organization Law Review* 16, pp. 1 ss., spec. p. 11, nt. 52 per una spiegazione del concetto, ma anche *passim* per l'illustrazione di una varietà di operazioni che, pur diverse dalle transazioni con parti correlate, possono essere asservite al perseguimento di una identica funzione economica. Prima ancora, poi, v. R.J. GILSON - N.J. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders* (2003), in 152 *University Pennsylvania Law Review*, pp. 785 ss.; e, dopo, G. SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts* (2005), 115 *Yale Law Journal*, pp. 2 ss.

<sup>299</sup> M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Trasferimento del controllo e rapporti tra i soci*, Milano, Giuffrè, 1996 pp. 360, spec. p. 132, ove, nell'identificare i profili di problematicità delle operazioni di trasferimento del controllo, la notazione secondo cui "... le medesime finalità economiche ... possono perseguirsi con tecniche, dal punto di vista giuridico, profondamente diverse", quali "l'acquisto dell'azienda, la fusione (in senso stretto o l'incorporazione) delle società e l' 'acquisto del controllo' della società" (ma v. anche nt. 121, ove l'Autore ricorda come il tema dell'equivalenza funzionale di tali operazioni sia invero "antico", tanto da formare oggetto di ampia discussione da parte di G. FERRI, *La fusione delle società*, Roma, Società Editrice del Foro Italiano, 1936, pp. VII-286, spec. pp. 5 ss., ove la riconduzione di tutte e tre le dette operazioni alla categoria della "concentrazione di imprese").

<sup>300</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 15 e 16.



della complessiva ricchezza comune, indipendentemente dai contenuti delle regole deputate a governarne la ripartizione del *surplus* cooperativo.

Il che postula – si intende – che il contratto tra le parti non contenga elementi, neanche meramente impliciti, in considerazione dei quali potrebbe concludersi che le parti hanno invero inteso imprimere al potere una conformazione diversa, come per esempio avverrebbe se constasse una previsione che istituzionalizza l’interesse dell’imprenditore a catturare l’*upside potential* in qualsiasi situazione; o, d’altro canto, quello del *venture capitalist* a procedere alla *trade sale* al solo fine di “incassare” il valore nominale delle proprie preferenze liquidatorie<sup>301</sup>.

Tale ultimo rilievo consente allora di individuare i due oggetti specifici della comparazione: da un lato, la *cash-for-stock merger* di una *venture capital-backed firm* in cui il *venture capitalist* controlli tanto l’organo amministrativo quanto quello assembleare; e, dall’altro lato, la co-vendita da trascinarsi eseguita da un *venture capitalist* in generale, a prescindere, cioè, dalla circostanza che egli detenga una partecipazione di maggioranza o di minoranza e che abbia o non abbia il controllo dell’organo amministrativo e assembleare.

Quanto ai termini della comparazione, appare opportuno precisare – quasi a specificazione di quanto già rilevato nell’introdurre questo scritto<sup>302</sup> – che alla descrizione, all’analisi e alla critica della disciplina statunitense della *trade sale* statunitense si procede nella prospettiva di isolare un termine di paragone utile a consentire un esercizio comparatistico che è essenziale – come si vedrà – per comprendere meglio e trattare con maggior cognizione di causa, pur nei limiti in cui è qui possibile, alcune questioni giuridiche di diritto italiano cui sinora gli interpreti hanno guardato da una prospettiva puramente *interna*; laddove invece il programmato esercizio di comparazione consentirà di isolare elementi senz’altro importanti nella prospettiva dell’apprezzamento dei

---

<sup>301</sup> In realtà, il diritto vivente statunitense e italiano non sembrano lasciar spazio a significativi spazi per soluzioni di *private ordering* che consentano di pervenire a tali esiti: se ne dirà in seguito (cfr. nuovamente *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 22 e ss. e 24 e ss., per una descrizione delle discipline di cui si è detto; e Capitolo III, *sub* §§ 26 ss. e 30 ss., per i profili di analisi e critica di tali discipline).

<sup>302</sup> Cfr. *supra*, Introduzione, *sub* § 4.

profili di problematicità della disciplina cui per diritto italiano è soggetta la co-vendita da trascinamento e, dunque, dello svolgimento di talune riflessioni volte a migliorarla<sup>303</sup>.

Quanto alle finalità ultime della comparazione, è importante intendersi. Sia al riguardo consentito rilevare – a specificazione, per vero, di quanto già rilevato in apertura dell’elaborato all’atto di illustrarne le finalità e le sottostanti scelte metodologiche – che l’obiettivo dello scritto non è quello di procedere a una approfondita disamina delle questioni positive e tantomeno dogmatiche cui pure in altra sede, proprio sulla scorta delle conclusioni cui si perviene in questo elaborato, ci si ripromette di procedere<sup>304</sup>.

L’obiettivo dello scritto è, invece, quello – diverso e forse minore ma al momento del dibattito in argomento imprescindibile<sup>305</sup> – di isolare una serie di elementi utili a costruire meglio la fattispecie di riferimento e ad apprezzarne con più cognizione di causa i profili di problematicità (che è ciò cui si è già provveduto<sup>306</sup>); e, a segnalare, muovendo dall’idea

---

<sup>303</sup> In particolare, il riferimento all’esperienza statunitense si colora di importanza teorica e speculativa per tre (principali) ragioni: aiuta a far luce sulla *ragione* della clausola di trascinamento e quindi a spiegare la vera natura del potere di provocare la co-vendita da trascinamento che essa vale a fondare; fornisce elementi importanti nell’ottica di una riflessione sull’opportunità di apprestare meccanismi che tutelino in modo generalizzato e inderogabile il valore attuale della partecipazione dell’imprenditore (anche nelle già segnalate ipotesi di *trade sale* distruttive di valore benigne); e, oltretutto, consente di isolare una serie di elementi rilevanti nella prospettiva della delimitazione dei limiti che il socio – nel caso qui rilevante, il *venture capitalist* – incontra nell’esercitare le proprie prerogative contrattuali (ossia, in sintesi, il potere di attivare la *trade sale* nelle diverse forme che essa assume) e, con ciò, contribuisce anche alla definizione dell’esatta fattispecie dell’obiettivo ultimo che giustifica l’imposizione di quei limiti.

<sup>304</sup> Cfr. *infra*, Conclusioni, *sub* § 34.

<sup>305</sup> Tale imprescindibilità discende dal fatto che il dibattito in tema si è da noi sinora svolto senza basarsi su una preliminare riflessione intorno, se così si può dire, alla “questione di fatto” (astratta), cioè senza definire i contorni della fattispecie e dunque senza un pieno apprezzamento dei profili di problematicità che essa presenta; e si è invece “saltati” direttamente all’esame della disciplina ad essa applicabile. Come si vedrà, tale “salto” metodologico non è senza implicazioni sul versante della ricostruzione del quadro di elementi fattuali e positivi rilevanti nell’ottica della enucleazione della disciplina della co-vendita da trascinamento: cfr. *infra*, Capitolo III, *sub* § 32.2.

<sup>306</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 11 ss.

del diritto societario come strumento al servizio delle imprese<sup>307</sup> e perciò guardando ad esso *dall'esterno* e non *dall'interno*<sup>308</sup>, eventuali limiti “operativi” delle discipline vigenti, sì da comprendere – nei limiti in cui è qui possibile comprendere – se, nel loro *divenire*, esse in effetti

---

<sup>307</sup> Si muove cioè dall'idea “*del diritto (societario) quale istituzione al servizio degli agenti economici e della società (society) nel suo complesso*”, quale insieme di regole che “*esiste in quanto, e deve dunque essere interpretato come, strumento per la migliore soddisfazione degli interessi di coloro ai quali esso si applica*” e non, invece, “*quale 'sistema' autoreferenziale a cui adattare viceversa gli spazi d'azione degli agenti economici perché il 'sistema' stesso, con le sue regole e le sue metanorme, (asseritamente) sic voluit*”: così, L. ENRIQUES, *Società per azioni, cit.*, p. 958; ma v., in senso analogo (e, in particolare, sull'opportunità di pensare il diritto come strumento e favorire, nei limiti del possibile, una interpretazione delle discipline e quindi una ricostruzione del sistema “pro impresa”, anche, per una riflessione di più ampio respiro, A. MAZZONI, *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 649 ss.); e, per un'applicazione a certe recenti iniziative legislative a supporto dell'imprenditorialità innovativa, E. TONELLI, *(High-tech) Start-ups e piccole e medie imprese: canali di finanziamento e problem di governance*, in M. MANCINI - A. PACIELLO - V. SANTORO - P. VALENSISE, *Regole e mercato, Tomo I*, Torino, Giappichelli, 2016, pp. IX-744, pp. 3 ss. Sull'idea del diritto societario come strumento “a servizio” dell'imprenditorialità, cfr. anche, per riflessioni di più ampio respiro sull'argomento, M. NEVILLE - K.E. SØRENSEN, *Promoting Entrepreneurship - The New Company Law Agenda* (2014), in *European Business Organization Law Review* 15, pp. 545 ss.; e, ancor più di recente, W. CALLISON - M. FENWICK - J.A. McCAHERY - E.P.M. VERMEULEN, *Corporate Disruption: The Law and Design of Organizations in the Twenty-First Century* (2018), in *European Business Organization Law Review* 19, pp. 737 ss. Il tema non è affatto nuovo: per una introduzione ai termini del problema del rapporto tra “*small businesses*” e diritto societario (britannico pre Companies Act 2005) v., per es., P. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford, OUP, 2002 (1a ed.), XIX-312, spec. pp. 282-297, ove anche ulteriori indicazioni di bibliografia. Per una discussione “alternativa” del tema cfr. P. PHILIPPART, *The Law: A System Made Up of Opportunities for The Entrepreneur* (2017), in *Projectique*, 2017, n. 18, pp. 37 ss.

<sup>308</sup> La contrapposizione tra “prospettiva interna” e “prospettiva esterna” nell'approcciare i problemi posti dal diritto (anche societario) è bene illustrata in K. LANGENBUCHER, *A Common Language of Law and Economics? Integrating Economic Transplants into the Legal Web* (2018), disponibile sul sito del *Social Sciences Research Network* all'indirizzo <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>; e, amplius, in Id., *Economic Transplants. On Law-making for Corporations and Capital Markets*, Cambridge, CUP, 2018, pp. VIII-233, spec. pp. 1 ss. In sintesi può dirsi che questa distinzione sia preordinata a contrapporre la tendenza a ricostruire il sistema giuridico in quanto tale, preoccupandosi di illustrarne e curarne – appunto in quanto sistema – la coerenza interna, a prescindere dalle indicazioni provenienti da altre scienze e anche dall'impatto che le soluzioni cui si perviene possono avere sulla condotta degli utilizzatori del sistema stesso (dunque, a guardare al diritto dall'interno); alla tendenza a ricostruire il sistema giuridico guardando a esso come a uno strumento al servizio di una comunità nella prospettiva di favorirne l'aderenza ai bisogni di tale comunità (e dunque a guardare al diritto da un punto di vista esterno, secondo la logica già illustrata da L. ENRIQUES, *Società per azioni, cit., loc. ult. cit.*).

rispondano a quegli obiettivi che ne giustificano l'essere<sup>309</sup>; e, in caso contrario, proporre, per quanto possibile, soluzioni utili a migliorarne la complessiva funzionalità.

- Sezione F: UNA PRIMA DECLINAZIONE CONCRETA:  
L'ORDINAMENTO STATUNITENSE -

22. La *venture capital-backed firm* statunitense: aspetti salienti

Di regola organizzati come *limited liability partnerships*<sup>310</sup>, le *venture capital firms* statunitensi procedono, strumentalmente alla

---

<sup>309</sup> Che il diritto societario statunitense, per come teorizzato e applicato dalle corti, sia “*al servizio*” dell'imprenditore è conseguenza di un noto atteggiamento culturale: basti qui rinviare, per una interessante ricognizione del rapporto tra “*law*” e “*entrepreneurship*” a D.G. SMITH - D.M. IBRAHIM, *Law and Entrepreneurial Opportunities* (2013), in *Cornell Law Review* 98, pp. 1 ss., spec. 3 ss. Quanto al diritto societario italiano basti ricordare – ancora con L. ENRIQUES, *Società per azioni*, cit., p. 958 – come l'ordinamento vigente sia ispirato alla finalità di fondo di “favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali” (art. 2, c. 1, lett. a), L. 3 ottobre 2001, n. 366) nell'individuare “l'obiettivo prioritario” dell'allora nascente ordinamento.

<sup>310</sup> In letteratura il dato è noto da tempo: cfr. per esempio W.A. SAHLMAN, cit., p. 474. Per ogni approfondimento al riguardo, cfr. D.J. CUMMING - S.A. JOHAN, cit., pp. 102 ss.; e T.H. MAYNARD - D.M. WARREN, *Business Planning: Financing the Startup Business and Venture Capital Financing*, New York, Wolters Kluwer, 2014 (2a ed.), pp. XXV-866, spec. p. 447. In seno alla *limited liability partnership* si distinguono i *limited partners*, quali meri apportatori di capitali, e i *general partners*, cui è in effetti affidata la funzione di gestione dei capitali. Per ogni approfondimento, cfr. D. ROSENBERG, *Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract* (2002), in *2002 Columbia Business Law Review*, pp. 363 ss. La *limited liability*

creazione delle condizioni ottimali per la cooperazione con l'imprenditore, alla costituzione di una società veicolo cui inerisce un regolamento contrattuale che – per quanto qui importa – presenta due caratteristiche fondamentali rimaste tendenzialmente immutate nel tempo<sup>311</sup>: (i) la contrapposizione tra due classi di strumenti finanziari e (ii) la condivisione del controllo dell'organo amministrativo.

---

*partnership* può in linea di prima approssimazione dirsi corrispondente all'accomandita semplice nostrana (e, più in generale, ad altre forme organizzative simili tipiche della tradizione giuridica dell'Europa continentale), rispetto al quale, però, esistono talune apprezzabili differenze. Sia per brevità sul punto consentito rinviare C.A. NIGRO - G. ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA: dal quasi-collasso di Long-term Capital Management al Dodd-Frank Act*, in V. SANTORO (a cura di), *Crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, Giuffrè, Milano, 2013, pp. XXI-602, pp. 185 ss., spec. p. 20, nt. 72. Nondimeno, esiste una sicura affinità "genetica" tra la forma societaria della società in accomandita semplice e la *limited liability partnership* che è possibile cogliere appieno valorizzando l'elemento funzionale e soprattutto le comuni radici, che affondano nell'istituto della commenda medioevale: per un primo approfondimento, cfr. in tema H. LOVREK, *Die mittelalterliche Commenda und die moderne Private Equity Industrie* (2012), disponibile sul sito dell'Università di Vienna all'indirizzo <<http://othes.univie.ac.at/21299/>>. A dettagliare i termini del rapporto tra soci apportatori di capitali e gestori di capitali è il c.d. *partnership agreement*, che fondamentalmente contiene quell'insieme di regole private preordinate ad indurre l'allineamento degli interessi di investitori e gestori di cui si è in termini generali già detto in precedenza (cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 8.2), inclusa quella che a date condizioni consente ai gestori di estendere per un determinato periodo di tempo la durata della relazione contrattuale (Cfr. T.H. MAYNARD - D.M. WARREN, *cit.*, p. 447, ove il rilievo secondo cui "[t]he limited partnership agreement for a venture capital fund generally specifies that the fund has a limited life, typically ten years. However, the agreement usually gives the partners the right to extend the partnership's ... life by one to three years in order to allow any remaining investments in the fund to mature before being distributed to the partners upon liquidation of the partnership"). Sulla scorta delle linee guida contenute sempre nel *partnership agreement* e talora di documenti che ne dettagliano i contenuti, i *general partners* selezionano i progetti cui fornire supporto (secondo i criteri già discussi in precedenza: cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 8.3).

<sup>311</sup> Cfr. M. KLAUSNER - K. LITVAK, *What Economists Have Taught Us about Venture Capital Contracting*, in M. WHINCOP (a cura di), *Bridging the Entrepreneurial Financing Gap: Linking Governance with Regulatory Policy*, London, Ashgate, 2001, pp. XII-224, pp. 54 ss., *passim*, per una serie di rilievi da cui desume come le caratteristiche degli investimenti da parte dei fondi di *venture capital* nelle *portfolio companies* esibiscano caratteristiche rimaste nel corso del tempo tendenzialmente stabili.

## 22.1. Strumenti finanziari: *common shares* e *convertible preferred shares*

Una prima caratteristica delle *portfolio companies* statunitensi è la previsione di due classi di strumenti finanziari<sup>312</sup>: il *venture capitalist investor* generalmente detiene *convertible preferred shares*, mentre all'imprenditore sono assegnate *common shares*<sup>313</sup>.

La duplice peculiarità delle *convertible preferred shares* è che esse sono *preferred* in quanto incorporano un privilegio che – per quanto qui rileva – può identificarsi con il diritto alla prioritaria distribuzione dei proventi di una *trade sale* e, più in generale, di un qualsiasi *liquidity event*<sup>314</sup>; e *convertible* in quanto possono appunto essere convertite in *ordinary shares*.

Le *convertible preferred shares* presentano dunque una natura “ibrida”, in virtù della quale il *venture capitalist* si trova nella posizione ideale per poter combinare la possibilità di catturare *pro rata* l'*upside*

---

<sup>312</sup> Il dato è noto: cfr. per esempio S.N. KAPLAN - P. STRÖMBERG, *cit.*, p. 286, ove inequivocabili dati empirici; ma anche B.J. BROUGHMAN - J.M. FRIED, *Carrots and Sticks*, *cit.*, pp. 1320 ss., spec. pp. 1326 ss. Tuttavia, l'affermazione deve essere rettamente intesa: non si esclude che la *venture capital-backed firm* abbia una struttura finanziaria più complessa sin dall'inizio o che tale divenga nel corso del tempo: cfr. infatti T.H. MAYNARD - D.M. WARREN, *cit.*, pp. 479 ss., spec. p. 480, ove la lucida illustrazione delle possibili alternative che si offrono al *venture capitalist* e all'imprenditore in fase di costituzione della società anche in ragione dell'eventuale esigenza di “accogliere” altre tipologie di soci (come, per esempio, i cc.dd. *angel investors*); e M. KLAUSNER - S. VENUTO, *cit.*, pp. 1400 ss., ove una descrizione dello scenario in cui la *venture capital-backed firm* riceva nel tempo finanzia da vari investitori cui sono attribuite *preferred convertible shares* con privilegi diversi (quantomeno in punto di valore nominale della preferenza liquidatoria).

<sup>313</sup> La letteratura ha costantemente sottolineato tale dato, tanto che in un recente volume si è addirittura affermato che “... *convertible preferred [shares] are deemed to be the crux of venture capital finance*”: così D.J. CUMMING - S.A. JOHAN, *cit.*, p. 319, cui si rinvia anche per un primo approfondimento teorico. Cfr. però anche T.H. MAYNARD - D.M. WARREN, *cit.*, pp. 480 ss., per le opportune precisazioni concernenti alcuni aspetti pratici correlati alla scelta di ricorrere alla emissione di *preferred convertible shares*.

<sup>314</sup> Il contenuto del detto privilegio è invero ampiamente variabile da caso a caso: sul punto cfr. di nuovo T.H. MAYNARD - D.M. WARREN, *cit.*, pp. 481-482, ove una discussione delle varie possibili conformazioni del privilegio dalla cui considerazione, però, si è in questo scritto deciso di prescindere (cfr. quanto già su osservato a proposito del privilegio possibilmente spettante al *venture capitalist* sottoforma di prioritaria distribuzione dei dividendi *supra*, Capitolo I, *sub* § 10.3).

*potential* del progetto e al contempo di godere di una vigorosa protezione sul versante del *downside*<sup>315</sup>.

D'altro canto, siccome incorporanti una preferenza liquidatoria non partecipativa, alle *convertible preferred shares* sono associabili una funzione di *payoff* e una struttura incentivante corrispondenti esattamente a quelle di cui si è già precedentemente dato atto in termini generali nel discorrere delle preferenze liquidatorie non partecipative<sup>316</sup>.

Sul piano dei diritti amministrativi, invece, le *convertible preferred shares* non si differenziano significativamente dalle *common shares* in genere. Infatti, normalmente, esse attribuiscono al *venture capitalist* diritti di voto *pari passu* con le *common shares*: di solito, ogni *convertible preferred share* conferisce un voto<sup>317</sup>, ma può anche accadere, senza sostanziali differenze sul piano del risultato ottenibile, che il numero di voti assegnato a ciascuna *convertible preferred share* sia calcolato in base al rapporto di cambio delle azioni privilegiate in azioni ordinarie<sup>318</sup>.

## 22.2. Organo amministrativo e organo assembleare

Una seconda caratteristica delle *venture capital-backed firms* statunitensi è la singolare allocazione dei poteri decisionali, secondo criteri che non prestano a una generalizzante stilizzazione<sup>319</sup>; e che,

---

<sup>315</sup>T.H. MAYNARD - D.M. WARREN, *cit.*, p. 480.

<sup>316</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 10.3.

<sup>317</sup> Cfr. J.W. BARTLETT, *Fundamentals of Venture Capital*, Lahmhan, Madison Books, pp. VIII-165, spec. p. 84.

<sup>318</sup> *Id.*, ma sul punto cfr. J. FRIED - M. GANOR, *cit.*, p. 1002, nt. 97.

<sup>319</sup> Per precisazioni che suonano come efficaci ammonizioni circa l'opportunità di astenersi da troppo facili e mistificanti generalizzazioni, cfr. però W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, pp. 1878 ss.

soprattutto, riflettono quell'idea di controllo condizionato di cui si è in termini generali dato atto in precedenza<sup>320</sup>.

In deroga alla disciplina di *default*, che prevede che a ciascuna azione corrisponda un voto e di conseguenza consente a un socio che detenga la maggioranza dei diritti di voto di nominare i membri dell'organo amministrativo<sup>321</sup>, nelle *venture capital-backed firms* la composizione di tale organo è funzione di una precisa scelta di *private ordering* in forza della quale si stabilisce che la sua composizione sia tale da garantire la presenza di un paritario numero di “rappresentanti” del *venture capitalist* e dell'imprenditore; numero al quale si aggiunge, però, un amministratore indipendente scelto di comune accordo dalle parti tra gli esperti dell'industria o altri *outsiders* che vantino esperienze professionalmente rilevanti nel settore<sup>322</sup>.

In teoria, l'amministratore indipendente dovrebbe essere in grado, in virtù della posizione di neutralità in cui formalmente si trova, di assumere il ruolo di arbitratore nel caso in cui si diano dispute di ogni sorta<sup>323</sup> e, così, orientare i processi decisionali in modo da supportare l'implementazione dell'accordo contrattuale e, quindi, prevenire forme di opportunismo da parte dell'uno o dell'altro socio. In realtà, però, l'apparente neutralità di tale figura è spesso compromessa dagli incentivi che trovano la loro origine in una varietà di situazioni non immediatamente percepibili e la cui rilevanza è spesso trascurata<sup>324</sup>, sì da

---

<sup>320</sup>Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 10.1.

<sup>321</sup> Cfr. § 212 (a), Delaware General Corporation Law.

<sup>322</sup> Per ogni precisazione, cfr. BRATTON W.W., *Venture Capital*, *cit.*, pp. 893 ss.

<sup>323</sup> W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, p. 1880, ove il rilievo secondo cui “[t]he third-party director takes the arbitrator’s role in the event of a dispute”.

<sup>324</sup> Nella pratica, l'indipendenza di tali amministratori è compromessa dall'esistenza di precedenti rapporti tra gli amministratori indipendenti e i *venture capitalists* e, senza differenze sul piano del risultato ultimo, dall'interesse dei primi di assecondare i *desiderata* dei secondi al fine di non precludersi possibili collaborazioni future: il dato è però spesso trascurato, come rilevato da J.M. FRIED - M. GANOR, *cit.*, p. 988. In tema cfr. B.B. BROUHMANN, *The Role of Independent Directors in Startup Firms* (2010), in *Utah Law Review* 3, pp. 461 ss.; nonché, per una riflessione più generale che però tiene in debita considerazione l'esperienza degli amministratori indipendenti in seno alle *venture capital-backed firms*, S. AVCI - C.A. SCHIPANI - H.N.



precludere l'apprezzamento dei reali rapporti di forza esistenti in seno all'organo amministrativo<sup>325</sup>.

Tali dinamiche fanno sì che sia spesso il *venture capitalist* a controllare, quantomeno *de facto*, l'organo amministrativo, anche se è ben possibile che sia invece l'imprenditore ad averne il controllo.

Nelle *venture capital-backed firms*, invero, accade non soltanto che la definizione della composizione dell'organo amministrativo sia indipendente dall'entità della partecipazione dei soci, ma anche che l'aliquota di capitale sociale detenuta dal *venture capitalist* e dall'imprenditore possa variare nel tempo. Così, per esempio, potrebbe accadere che il *venture capitalist*, che in occasione del primo *round* di finanziamento aveva sottoscritto una partecipazione di minoranza, possa trovarsi ad essere socio di maggioranza, per effetto della sottoscrizione delle azioni emesse a fronte dell'apporto di un'ulteriore *tranche* di capitale effettuata in un momento in cui non si sono verificati i presupposti perché l'imprenditore potesse incrementare la propria partecipazione.

Tuttavia, al di là delle considerazioni teoriche appena svolte, uno studio empirico ha chiarito come invero nella maggior parte dei casi il *venture capitalist* abbia anche la maggioranza dei voti<sup>326</sup> e, dunque, il controllo anche dell'organo assembleare<sup>327</sup>. Ciò peraltro non esclude

---

SEYHUN, *The Elusive Monitoring Function of Independent Directors* (2018), in 21 *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, pp. 121 ss.

<sup>325</sup> Cfr. di nuovo J.M. FRIED - M. GANOR, *cit.*, p. 989, ove il rilievo secondo cui “if there is a conflict of interest between the VCs and the entrepreneur or between the VCs and common shareholders, these independent directors may well have an incentive to side with the VCs”.

<sup>326</sup> Cfr. N. KAPLAN - P. STRÖMBERG, *Financial Contracting Theory*, *cit.*, pp. 288 e 290, ove, a sintesi di una certa mole di dati empirici, il rilievo sintetico secondo cui i *venture capitalists* occupano una posizione di maggioranza in una percentuale di casi oscillante tra il 53% e il 69%; mentre gli imprenditori occupano una posizione analoga in una percentuale di casi oscillante tra il 12% e il 24%.

<sup>327</sup> Cfr. in tal senso W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, p. 1881, nt. 283 (in fine).

affatto che in certe, pur se meno probabili, situazioni possa invece essere l'imprenditore a orientare le deliberazioni<sup>328</sup>.

## 23. La *cash-for-stock merger*

### 23.1. Nozione

Nel contesto statunitense, alla *trade sale* si procede – come già accennato<sup>329</sup> – tramite una *cash-for-stock merger* attuata nella forma della *triangular merger*<sup>330</sup>, che è soggetta a una data disciplina nelle sue linee essenziali codificata dal legislatore e in larga misura poi puntualmente declinata, almeno per certi aspetti, dalle corti: disciplina di cui si offre appresso una panoramica volutamente incompleta, perché strumentale unicamente alla evidenziazione di taluni quei profili che possono risultare problematici in ragione delle peculiarità dei contenuti delle regole private deputate a regolare il rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore in occasione della *trade sale*.

---

<sup>328</sup> *Id.*

<sup>329</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo II, *sub* § 21.

<sup>330</sup> La *triangular merger* è un'operazione di fusione in cui sono coinvolte tre società: l'acquirente, il veicolo da questa creato per l'incorporazione della *target*, e appunto la *target*. In tema, cfr. per esempio S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, Foundation Press, 2009 (2a ed.), pp. XVII-508, pp. 348 ss.

## 23.2. Disciplina

### 23.2.1. Il diritto scritto

#### 23.2.1.1. L'approvazione

Come è noto, in base al diritto statunitense, l'organo amministrativo, oltre ad essere, in generale, responsabile della funzione gestoria<sup>331</sup>, è anche l'organo deputato, in via esclusiva<sup>332</sup>, ad iniziare le cc.dd. “*fundamental transactions*”, tra cui rientrano anche le operazioni di fusione e, dunque, anche la *cash-for-stock merger*<sup>333</sup>.

L'organo amministrativo, tuttavia, ha soltanto il potere di iniziare l'articolato procedimento volto alla implementazione dell'operazione, di guisa che è comunque necessario che all'approvazione a livello consiliare segua l'approvazione da parte dell'organo assembleare<sup>334</sup>, che prevede, almeno in via di *default*, che la decisione su tale genere di operazioni sia assunta dai soci titolari di strumenti finanziari incorporanti diritti di voto riuniti in un'unica assemblea che decide a maggioranza<sup>335</sup>. Può però anche accadere che, per effetto di specifiche previsioni inserite nello

---

<sup>331</sup> Delaware General Corporation Law, § 141.

<sup>332</sup> Cfr. R.B. THOMPSON - D.G. SMITH, *Toward a New Theory of the Shareholder Role: “Sacred Space” in Corporate Takeovers* (2001), in 80 *Texas Law Review*, p. 261, spec. pp. 301 ss.

<sup>333</sup> “*Shareholders have the statutory power to approve fundamental transactions – those which fundamentally change the nature of the corporation. The three basic types of fundamental transaction are dissolution, merger and sale of substantially all assets*”: cfr. S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law, cit.*, p. 337.

<sup>334</sup> Cfr. di nuovo S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law, cit.*, p. 338.

<sup>335</sup> Cfr. Delaware General Corporation Law, §251(c). In tema, nella manualistica, cfr. ancora, tra i tanti, S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law, cit.*, p. 338.

statuto della *venture capital-backed firm*, occorrono due distinte approvazioni da parte dei *common* e dei *preferred*<sup>336</sup>.

#### 23.2.1.2. L'apparato rimediale

Per effetto della disciplina di cui si è dato atto, il contratto sociale risulta in via di *default* conformato in modo tale che il controllo (quantomeno *de facto*) dell'organo amministrativo e assembleare porti con sé anche il potere di procedere alla *trade sale*.

Così come l'imprenditore che detenga il controllo dell'uno e dell'altro organo può essere indotto ad agire opportunisticamente, rifiutandosi di procedere alla *trade sale* al mero fine di implementare una strategia utile a catturare lo sperato *upside potential*<sup>337</sup>, potrebbe d'altro canto anche accadere – in uno scenario sicuramente più rilevante ai fini che qui interessano – che sia il *venture capitalist* che detenga il controllo dell'uno e dell'altro organo a determinarsi nel senso di eseguire una *cash-for-stock merger* informata ad una logica opportunistica.

In quest'ultimo caso, che è quello qui rilevante, l'imprenditore potrebbe accedere ad un apparato rimediale che può – ai limitati fini che qui importano – dirsi incentrato su due strumenti fondamentali: il c.d. “*appraisal right*” e soprattutto la c.d. “*fiduciary duties litigation*”.

Quanto al primo, ci si può limitare davvero a talune notazioni essenziali. Il diritto societario statunitense prevede che ai soci di una società coinvolta in un'operazione di fusione, i quali non abbiano votato a favore di tale operazione, siano attribuiti i cc.dd. “*dissenter's rights*”<sup>338</sup>,

---

<sup>336</sup> Per un esempio cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 23.2.2.

<sup>337</sup> Se ne dirà: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 23.2.1.

<sup>338</sup> In tema, per ogni specificazione, cfr., S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, *cit.*, p. 401 ss.; e per una più approfondita analisi, risalente ma basata su argomentazioni ancora attuali, D.S. REID, *Dissenters' Rights: An Analysis Exposing the Judicial Myth of Awarding only Simple Interests* (1994), in *Arizona Law Review* 35, pp. 515 ss.

tra cui appunto si annovera l'*appraisal right*<sup>339</sup>. L'esperienza della relativa azione giudiziale attiva una procedura volta alla determinazione del "*fair value*" della partecipazione del socio dissenziente.

Senza (neppur tentare di) entrare nel merito delle modalità con cui nell'espletamento di un compito notoriamente non facile<sup>340</sup>, le corti statunitensi tendono nella prassi a stabilire il valore delle partecipazioni oggetto di *appraisal*, basti invece notare – per quanto qui importa – tre dati basilari ma essenziali.

Si impone in particolare di segnalare: (i) come, concettualmente, le corti tendano a identificare il *fair value* come "*the pro rata value of the entire firm as a going enterprise*"<sup>341</sup>; (ii) come, ai fini della quale, in base alla disciplina vigente, devono essere debitamente valorizzati tutti i "fattori rilevanti" ma non anche, stante il c.d. divieto di *post-acquisition gain*, "eventuali componenti di valore attesi o conseguiti in ragione della medesima operazione"<sup>342</sup>; e (iii) come, sul piano delle metodologie impiegate per valutare l'impresa, prevalenza tenda ad essere accordata,

---

<sup>339</sup> *Delaware General Corporation Law*, § 262(a). Si noti, però, che in certi casi, la fusione non legittima l'esercizio del diritto di recesso: cfr. *Delaware General Corporation Law*, § 262(b). Per ogni precisazione al riguardo, cfr. di nuovo S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, cit., pp. 351 ss.

<sup>340</sup> "[T]his task is made particularly difficult for the bench judge, not simply because his training may not provide a background well-suited to the process, but also because of the way the statute is constructed...[I]n reality, the 'burden' falls on the judge to determine fair value, using all relevant factors": cfr. *In re Appraisal of Ancestry.com*, 2015 WL 399726, spec. p. 2.

<sup>341</sup> Così, in giurisprudenza cfr. *Kahn v. Tremont Corp.*, No. 12, p. 339 (Del. Ch., 1996). In letteratura, in senso analogo, cfr. B.A. MARGOLIN - S. KURSCH, cit., pp. 413-414.

<sup>342</sup> Cfr. *Delaware General Corporation Law*, § 262 (h). Nella manualistica, cfr. sempre S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, cit., p. 351; e W.T. ALLEN - R. KRAAKMAN - G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York, Wolters Kluwer, 2009 (3a ed.), pp. XXVI-724, pp. 478-479. Per approfondimenti, cfr. poi D.R. FISCHER, *The Appraisal Remedy in Corporate Law* (1983), in *American Bar Foundation Research Journal* 8, pp. 875 ss.; H. KANDA - S. LEVMORE, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law* (1985), in *32 UCLA Law Review*, pp. 429 ss.; B.M. WERTHEREIMEIER, *The Shareholder Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value* (1998), in *Duke Law Journal* 47, pp. 613 ss.; J.C. COATES IV, *Fair Value as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minorities Discounts in Conflict Transactions* (1999), in *University of Pennsylvania Law Review* 147, pp. 1251 ss. e B.A. MARGOLIN - S. KURSCH, *The Economics of Delaware Fair Value* (2005), in *30 Delaware Journal of Corporate Law*, pp. 413 ss.

pur senza che ciò implichi l'assoluta inutilizzabilità di altri metodi di valutazione, al c.d. *discounted cash flow method*<sup>343</sup>.

Appena più articolato, ma certo non esaustivo, è il discorso che, ai fini che qui rilevano, si impone di svolgere con riferimento c.d. “*duty of loyalty*”, uno dei basilari obblighi fiduciari gravanti sia sugli amministratori<sup>344</sup>, sia sui soci di controllo di una società statunitense<sup>345</sup> –

---

<sup>343</sup>W.T. ALLEN - R. KRAAKMAN - G. SUBRAMANIAN, *cit.*, pp. 478-479, ove, ad illustrazione del passaggio dal *Delaware Block Method* al *Discounted Cash Flow Method*, si forniscono informazioni preziose ai fini dell'inquadramento – qui importante – dei fondamentali aspetti di funzionamento dell'istituto: il che ne giustifica la riproduzione pressoché integrale. Al riguardo rileva, innanzitutto, come “[t]he last twenty years ... have seen significant change in the ... [way appraisal] claims are measured. Traditionally, Delaware law determined fair value for appraisal purposes by a technique known as the Delaware block method. This technique examined a number of factors relating to a firm's value: earnings of the firm and price earnings multiples in the industry, asset values, and share market prices. Because courts sought a value untainted by the merger itself, they eschewed looking to comparative transactions and relied on historical data to determine fair value. Of course, market participants who were estimating values for investment purposes did try to take knowledgeable estimates of future cashflows into account. But the Delaware Block [Method] considered this information to be too speculative”. Si aggiunge, a seguire, come “[t]his traditional valuation methodology ... was transformed by the 1983 case of *Weinberger v. UOP Inc.* ...”, a partire dalla quale “the discounted cash flow ... methodology became the most common valuation technique in appraisal cases. In the typical case today, each side presents through an expert a detailed valuation of the firm, with a projection of future cash flows and an estimate of the appropriate cost of capital for discounting those expected cash flows to present value. This technique produces judicial records with exceptionally wide differences in value”, inducendo così i giudici a nominare un esperto da affiancare a quelli nominati dalle parti e cui è perciò fatto in definitiva poter decidere le sorti della controversia.

<sup>344</sup> L'altro obbligo fondamentale è – come noto – il c.d. “*duty of care*”, su cui cfr. *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985). Per vero, si tende, da parte di taluni, a enucleare in capo agli amministratori delle società statunitensi anche un terzo obbligo, quello di “*good faith*”: cfr. per esempio M.A. EISENBERG, *The Duty of Good Faith in Corporate Law* (2005), in *Delaware Journal of Corporate Law* 31, pp. 1 ss.

<sup>345</sup> Come noto, accanto ai doveri fiduciari degli amministratori, il diritto statunitense riconosce anche quelli dei soci di controllo: nel contesto di una copia giurisprudenziale, cfr. per esempio *Ivanhoe Partners v. Newmont Min. Corp.*, 535 A.2d 1334 (Del. 1987), secondo cui “[u]nder Delaware law a shareholder owes a fiduciary duty only if it owns a majority interest in or exercises control over the business affairs of the corporation”. A specificazione di quanto rilevato basti solo notare come tali obblighi fiduciari si spiegano – notano S.E. BOSCHNER - A.L. SIMMERMAN, *The Venture Capital Board Member's Survival Guide: Handling Conflicts Effectively While Wearing Two Hats* (2016), in 41 *Delaware Journal of Corporation Law*, pp. 1 ss., spec. p. 16 – in quanto “the controlling stockholder is exerting control over ‘property’ (the corporation) that is also ‘owned’ by others (the minority stockholders)”.

anche se, a differenza del *duty of loyalty* gravante sugli amministratori<sup>346</sup>, quello gravante sui soci di controllo sembrerebbe essere, secondo taluni, derogabile<sup>347</sup>.

Definito come “[t]he most important fiduciary duty of corporate officers and directors”<sup>348</sup>, il *duty of loyalty*, nel suo nucleo fondamentale, impone agli amministratori e ai soci di controllo dall’astenersi da qualsiasi condotta che possa considerarsi “*self-serving*”<sup>349</sup>.

In generale e nella sua formulazione negativa, il *duty of loyalty* del diritto statunitense si traduce nella prescrizione secondo cui “[c]orporate officers and directors are not permitted to use their position of trust and confidence to further their private interests”<sup>350</sup>. Per quanto qui interessa e nella sua articolazione positiva, esso invece si atteggia a regola secondo

---

<sup>346</sup> Cfr. su tutti F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *The Corporate Contract* (1989), in 89 *Columbia Law Review*, pp. 1416 ss., spec. p. 1417, ove il rilievo secondo cui tra le poche disposizioni inderogabili del diritto societario statunitense si lascia certamente annoverare quella che “*require[s] managers to live up to a duty of loyalty to investors*”. Tra gli altri v. anche J.M. FRIED - M. GANOR, cit., pp. 1417-1418, ove la notazione (concernente però il diritto societario fiduciario in generale, secondo cui “*corporate fiduciary law is considered mandatory and not contractually alterable*”; B.S. BLACK, *Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis* (1990), in 84 *Northwestern University Law Review*, pp. 542 ss., spec. pp. 551-553, ove si afferma che la disciplina “*anti-self dealing*” è l’esempio classico di “*mandatory law*”; e M.A. EISENBERG, *The Structure of Corporation Law* (1989), in 89 *Columbia Law Review*, pp. 1461 ss., p. 1486. Per completezza, però, si impone anche di precisare che la disciplina del *duty of loyalty* è in parte certamente derogabile per quanto specificamente attiene alle cc.dd. “*corporate opportunities*”: in tema, per ogni approfondimento, cfr. G. RAUTERBERG - E. TALLEY, *Contracting out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers* (2017), in *Columbia Law Review* 117, pp. 1075 ss., spec. pp. 1076-1077, ove una ricognizione delle varie modifiche legislative del diritto societario del *Delaware* che hanno progressivamente “eroso” la inderogabilità di questa parte della disciplina del *duty of loyalty*.

<sup>347</sup> Sebbene si sia al riguardo scettici (cfr. le indicazioni di bibliografia di cui alla nota precedente), tanto sembrerebbero lasciare intendere, notando che la problematicità della disciplina enucleata dalle corti non già dalla inderogabilità del *duty of loyalty* in generale, ma dalla inderogabilità del *duty of loyalty* degli amministratori, alcuni influenti autori: cfr. in particolare W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1898.

<sup>348</sup> J. SELIGMAN, *The New Corporate Law* (1993), in 59 *Brooklyn Law Review*, pp. 1 ss., spec. p. 3.

<sup>349</sup> *Guth v. Loft, Inc.*, 5 A.2d 503, 23 Del. Ch. 255, 23 Del. 255 (Supreme Court 1939)

<sup>350</sup> *Id.*

cui “a ... corporation is organized and carried on primarily for the profit of the [share]holders”<sup>351</sup>.

Se il *duty of loyalty* si atteggia, per quanto appena rilevato, a *standard of conduct* cui gli amministratori devono uniformarsi nell’espletamento del proprio incarico fiduciario, le corti statunitensi alle quali sia stato sottoposto un caso di supposta violazione di tale dovere saranno chiamate ad applicare differenti *standards di review* a seconda delle concrete caratteristiche della vicenda da loro esaminata<sup>352</sup>.

Il c.d. *entire fairness test*<sup>353</sup>, il più rigoroso di tali *standard*, trova applicazione in tutti quei frangenti in cui si fornisca credibile indizio del

---

<sup>351</sup> *Dodge v. Ford Motor Co.* 120 N.W. 668 (Mich. 1919).

<sup>352</sup> La contrapposizione tra “*standards of conduct*” e “*standards of review*” risale – come noto – a M.A. EISENBERG, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law* (1993), in *Fordham Law Review* 62, pp. 437 ss.

<sup>353</sup> Gli altri due *standard of reviews* sono – sia consentito ribadire il dato noto per mere ragioni di linearità del discorso – la c.d. “*business judgment rule*” e il c.d. “*enhanced scrutiny test*”. La *business judgment rule* vale – come noto – a fondare la presunzione in forza della quale, “*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 was taken in the best interests of the company*” (*Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812, (Del. 1984)). Tale presunzione vale ad evitare pretestuose contestazioni delle scelte dell’organo amministrativo che potrebbero addirittura comprometterne il funzionamento. Nella giurisprudenza in tema cfr., su tutte, *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 Del. 1971, ove il rilievo secondo cui “[a] board of directors enjoys a presumption of sound business judgment, and its decisions will not be disturbed if they can be attributed to any rational business purpose”; e più di recente *In re Dollar Thrifty S’holder Litig.*, 14 A.3d 573, 598 (Del. Ch. 2010), ove la notazione secondo cui “*the court merely looks to see whether the business decision made was rational in the sense of being one logical approach to advancing the corporation’s objectives*”). Il secondo *standard of review* è il c.d. “*enhanced scrutiny test*”, che rileva (anche) per quanto attiene la valutazione della condotta dei componenti dell’organo amministrativo nel contesto delle operazioni di trasferimento del controllo. Ci si riferisce, in particolare, ai cc.dd. “*Revlon duties*”, in forza dei quali (a seguito della nota decisione resa in *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A.2d 173 (Del. 1986); ma anche *Paramount Communications v. QVC Network*, 637 A.2d 34 (Del. 1994), ogniquale volta la cessione dell’impresa sia inevitabile, ai componenti dell’organo amministrativo si impone di massimizzare il valore estraibile dal terzo acquirente. Di conseguenza, agli amministratori assoggettati al detto *enhanced scrutiny test* si impone di fornire prova del fatto che essi hanno agito in buona fede, sulla base delle migliori informazioni disponibili e che hanno implementato una strategia suscettibile di essere ritenuta ragionevolmente idonea a massimizzare il valore estratto dal terzo acquirente. Stante l’assunto sopra formulato in merito della inconfigurabilità, in questo scritto, della *suboptimal merger*, tale *standard of review* non rileva.



fatto che, nell'assumere una data decisione, un amministratore è stato condizionato da un interesse privato non trascurabile<sup>354</sup>, come per esempio può in linea di massima concludersi quando un amministratore che sieda su ambo i lati di una data operazione ne riceva uno "speciale" vantaggio oppure sia gravato da confliggenti doveri di lealtà verso le parti (cc.dd. "*divided loyalties*")<sup>355</sup>.

Una (possibile<sup>356</sup>) conseguenza di tale situazione è che l'amministratore debba dimostrare, per effetto dell'inversione dell'onere della prova, che la decisione assunta sia, dal punto di vista dei soci, autenticamente *fair* sul piano sia procedurale ("*fair dealing*"), sia sostanziale ("*fair price*")<sup>357</sup>. Dal primo punto di vista si impone di soffermarsi su questioni come le modalità di pianificazione e negoziazione dell'operazione e il processo seguito per pervenire alla relativa approvazione; dal secondo punto di vista si impone invece di guardare ai termini economico-finanziari dell'operazione stessa, al fine di verificare per l'appunto se, tenendo presenti tutte le caratteristiche della

---

<sup>354</sup> Cfr. la nota *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 714 (Del. 1983).

<sup>355</sup> Cfr., per esempio, *Malpiede v. Townson*, 780 A.2d 1075, 1095 (Del. 2001).

<sup>356</sup> Nel testo si "possibile" perché, a fronte di una "*conflicted transaction*", la applicazione dell'*entire fairness test* di cui si viene subito dicendo nel testo è invero subordinata alla presenza di un non trascurabile interesse privato in capo agli amministratori ma anche alla assenza di uno di quei meccanismi di "sterilizzazione" dell'operazione cui la giurisprudenza del *Delaware* assegna rilevanza. Infatti, le corti statunitensi consentono al socio di controllo sia la possibilità di provocare il c.d. "*burden shifting*", tale che, nonostante il mantenimento dello "*entire fairness*" quale *standard of review* l'onere di dimostrare l'inequità dell'operazione grava, diversamente da quanto avviene in generale (quando grava sul socio di controllo), sugli attori (soci di minoranza); sia la possibilità di evitare che si faccia luogo all'applicazione dell' "*entire fairness test*" e vedere, al contrario, applicata la "*business judgment rule*". Per conseguire il primo beneficio, i soci di controllo devono dimostrare che la transazione è stata approvata o da un comitato speciale di amministratori indipendenti dotati del potere di selezionare liberamente dei consulenti ed anche di prestare il diniego alla operazione; o una maggioranza della minoranza debitamente informata. Per conseguire il secondo beneficio, i soci di controllo devono dimostrare di aver ottenuto approvazione da entrambi. Cfr., rispettivamente, *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994) e *Kahn v. M & Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Del. 2014).

<sup>357</sup> Cfr., tra i tanti casi che delineano la struttura "biforcata" dell'*entire fairness test*, *Krasner v. Moffet*, 826 A.2d 277, 287 (Del. 2003).

specifica transazione e le modalità con cui essa si è svolta, possa in effetti dirsi *fair*<sup>358</sup>.

Pur strutturalmente “biforcuto”, l’*entire fairness test* ha tuttavia natura unitaria, anzi sintetica; e in linea di massima non potrebbe perciò esservi *fairness* sul piano procedurale in mancanza di *fairness* sostanziale (o viceversa)<sup>359</sup>.

### 23.2.2. Il *case-law*

Nella logica di fondo che informa la *fiduciary doctrine* della giurisprudenza americana dei cui fondamentali si è dato pocanzi sommariamente conto, i doveri fiduciari sono strumentali alla protezione della posizione degli *shareholders* in quanto – si rileva – titolari di strumenti finanziari incorporanti una pretesa finanziaria residuale non proteggibile contrattualmente e perciò meritevole della sussidiaria e residuale protezione offerta dai doveri fiduciari<sup>360</sup>.

I diritti speciali incorporati nelle *preferred shares*, tra cui – per quanto qui interessa – le preferenze liquidatorie, hanno invece natura meramente contrattuale<sup>361</sup>; e di conseguenza, i *preferred shareholders* beneficiano, al pari dei portatori di altri tipi di strumenti finanziari<sup>362</sup>,

---

<sup>358</sup> In tema, per un’introduzione, cfr. S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law, cit.*, p. 183.

<sup>359</sup> *Id.*, p. 711.

<sup>360</sup> Cfr. W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory, cit.*, p. 1898.

<sup>361</sup> Cfr. per esempio il *dictum* reso in *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.*, 509 A.2d 584 (Del. Ch. 1986), secondo cui “...with respect to matters relating to preferences or limitations that distinguish preferred stock from common, the duty of the corporation and its directors is essentially contractual and the scope of the duty is appropriately defined by reference to the specific words evidencing that contract ...”. Cfr. però anche *Rosan v. Chi. Milwaukee Corp.*, C.A. No. 10526, 1990 WL 13482, at \*1, \*4, \*8 (Del. Ch. Feb. 6, 1990) (“dismissing claim of breach of fiduciary duties in planned spinoff that allegedly attempted to circumvent distribution of liquidation preference on grounds that preferreds’ rights are purely contractual ...”).

<sup>362</sup> Cfr. per esempio, *Simons v. Cogan*, 542 A.2d 785 (Del. Ch. 1987), in cui la corte nega la possibilità che si estenda una protezione fiduciaria in favore dei portatori

della protezione offerta dai doveri fiduciari solo entro certi limiti<sup>363</sup>, ossia con esclusivo riferimento alla protezione delle proprie prerogative di *shareholders*<sup>364</sup>.

Da qui, a risoluzione del contrasto tra contratto e società<sup>365</sup>, la teorizzazione da parte della giurisprudenza statunitense della generalizzata inferiorità della posizione dei *preferred shareholders* e delle istanze di cui sono essi portatori rispetto a quella dei *common*

---

di obbligazioni convertibili; oppure *Katz v. Oak Indus. Inc.*, 508 A.2d 873 (Del. Ch. 1986), in cui, analogamente, la corte nega la fruibilità di quella protezione agli obbligazionisti nel contesto di un'offerta di scambio e, soprattutto, nota, in generale, che “[t]he terms of the contractual relationship agreed to and not broad concepts such as fairness [that] define the corporation’s obligation to its bondholders”.

<sup>363</sup> Cfr. *MCG Capital Corp. v. Maginn*, 2010 W.L. 1782271 (Del. Ch. 2010), secondo cui “[w]hen the articles of incorporation, the preferred share designations, or some other appropriate document articulate rights that are uniquely enjoyed by the preferred class of stock, however, those rights are purely contractual in nature; directors do not owe preferred shareholders any fiduciary duties with respect to those rights. The import of this is that when preferred shareholders assert fiduciary claims that relate to obligations expressly treated by their unique contractual rights with the corporation, the Court will review those claims as breach of contract claims and the claims for breach of fiduciary duty will be dismissed as superfluous”.

<sup>364</sup> Cfr. al riguardo *Fletcher Intern., Ltd. v. ION Geophysical Corp.*, 2010 WL 2173838 (Del.Ch., 2010), ove un lungo passaggio spiega come “[t]he rights of preferred stockholders are primarily contractual in nature. Yet, while a board of directors does not owe fiduciary duties to preferred stockholders to the same extent as common stockholders, that is not to say that such duties are nonexistent or that preferred stockholders only may seek to hold directors liable for violation of explicit contractual duties. Indeed, “it has been recognized that directors may owe duties of loyalty and care” to preferred stockholders, particularly in cases where nonexistent contractual rights leave “the holder of preferred stock [in an] exposed and vulnerable position vis-à-vis the board of directors.” Thus, if preferred stockholders “share a right equally with the common shareholders the directors owe the preferred shareholders the same fiduciary duties they owe the common shareholders with respect to those rights.” For instance, directors owe preferred stockholders a duty to disclose material information in connection with common voting rights. But, rights arising from documents governing a preferred class of stock, such as the Certificates, that are enjoyed solely by that preferred class, do not give rise to fiduciary duties because such rights are purely contractual in nature”).

<sup>365</sup> Cfr. W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1832, ove il rilievo secondo cui “...once we get past cases in which the preferred and the common share an interest in good, clean management, tensions between the contract and corporate paradigms undermine the preferred stockholder’s case for fiduciary beneficiary status”.

*shareholders* e degli interessi a essi riferibili<sup>366</sup>: teorizzazione che – come si può immaginare – ha condizionato in misura significativa le evoluzioni del diritto giurisprudenziale concernenti, tra l’altro, casi di *trade sales* distruttive di valore eseguite da *venture capitalists*.

Nel prosieguo, ci si limiterà a dare atto di quelle vicende giudiziarie che hanno segnato in modo più incisivo l’evoluzione della *fiduciary doctrine* statunitense con precipuo riferimento all’esperienza delle *venture capital-backed firms*<sup>367</sup>.

### 23.2.2.1. L’assoluta discrezionalità dell’imprenditore

Una prima vicenda giudiziaria di cui è opportuno riferire è quella scaturita dal contrasto tra Thomas Adams e Equity-Linked<sup>368</sup>, entrambi soci di Genta: il primo era titolare della gran parte delle *common shares* di Genta per un valore nominale complessivamente pari a \$58.000.000; il secondo, che pure deteneva un certo numero di *common shares*, era invece titolare di una significativa frazione delle *preferred shares* emesse da Genta per un valore pari a \$40.000.000 e cui inerivano anche preferenze liquidatorie di valore pari a \$30.000.000.

Genta era stata fondata nel 1988 da Adams ed era attiva negli Stati Uniti sul mercato dei prodotti e dei servizi bio-farmaceutici. Gli *assets* di Genta consistevano fondamentalmente in alcuni brevetti utilizzabili nel campo della ricerca genetica a scopo anti-tumorale; una partecipazione

---

<sup>366</sup> Tra i numerosi momenti di emersione di questa teorizzazione un posto particolare, per la chiarezza delle conclusioni cui si è pervenuti, occupa la decisione resa in *LC Capital Master Fund, Ltd. v. James*, 990 A. 2d 435 (Del. Ch. 2010), secondo cui si ha non soltanto che “...once the [...] Board honored the special contractual rights of the preferred, it was entitled to favor the interests of the common stockholders”; ma anche che “it is the duty of directors to pursue the best interests of the corporation and its common stockholders, if that can be done faithfully with the contractual promises owed to the preferred”.

<sup>367</sup> Ciò nell’ottica – è bene precisarlo – di imbastire un quadro positivo che, pur se non esaustivo, consenta di isolare gli elementi rilevanti nella prospettiva dell’analisi e della critica della disciplina italiana della co-vendita da trascinamento: su cui cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 30 ss.

<sup>368</sup> *Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams*, 705 A.2d 1040 (Del. Ch. 1997).

totalitaria in un'altra società che produceva generici prodotti chimici e farmaceutici; e una partecipazione in una *joint-venture* creata per implementare un progetto concernente un'innovativa tecnica di somministrazione orale di farmaci.

Nei primi otto anni di attività Genta non aveva generato alcun profitto; ma, al contrario, aveva integralmente bruciato le liquidità disponibili: così, nel 1996, in un momento in cui i problemi finanziari erano ormai diventati cronici e la società era sul punto di fallire, in seno all'organo amministrativo, in cui sedeva lo stesso Adams e che era dominato dai *common shareholders*, si iniziò a profilare l'alternativa tra la cessione degli *assets* di maggior pregio e la ricerca di nuova liquidità.

Sebbene il reale stato delle cose fosse oltremodo chiaro a tutti e sebbene vi fosse consapevolezza che la cessione degli *assets* non avrebbe comunque consentito di soddisfare le preferenze liquidatorie dei *preferred shareholders*, l'organo amministrativo concluse che sarebbe stato nell'interesse della società ricercare nuovi fondi.

All'inizio del 1997, quando era addirittura già stata preparata l'istanza di insolvenza, il presidente del consiglio di amministrazione comunicò di aver reperito \$3.000.000 di nuovi capitali di debito da Aries Fund, che avrebbe ricevuto *warrants* convertibili in *common shares*.

Equity-linked ed altri *preferred shareholders* si dissero a quel punto disponibili ad apportare \$3.600.000 ai medesimi termini di Aries Fund, ma, appreso del rigetto della propria offerta da parte dell'organo amministrativo controllato dai *common shareholders*, adirono la corte.

Formalmente Equity Linked agì in quanto *common shareholder* e, sul presupposto che l'operazione con Aries fosse in grado di provocare un cambio del controllo, lamentò la violazione del *duty of loyalty* degli amministratori, qui declinato come dovere massimizzazione del valore dell'impresa gravante sull'organo amministrativo in tutti quei frangenti in cui l'impresa è "*on sale*"<sup>369</sup>. Secondo l'attore, l'organo amministrativo non aveva adeguatamente pubblicizzato la scelta di trasferire il controllo

---

<sup>369</sup> Si tratta dei *Revlon duties*, cui si è già accennato pocanzi: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 23.2.1.2.

dell'impresa e ciò aveva impedito a potenziali acquirenti di avanzare qualsiasi manifestazione di interesse, con ricadute negative sui livelli di competizione tra potenziali offerenti e, quindi, sul livello del prezzo ottenuto (tanto è vero che gli attori ebbero anche a sostenere che l'offerta alternativa da essi formulata era nel complesso preferibile rispetto a quella di Aries Fund).

La sostanza della controversia era però ben altra: l'oggetto del contendere era infatti la scelta, operata dall'organo gestorio controllato dai *common shareholders* di una società sull'orlo della bancarotta, di preferire il reperimento di ulteriore capitale di debito alla liquidazione degli *assets* aziendali; e ciò nonostante quella scelta mettesse a repentaglio la posizione dei *preferred shareholders*: un esito che, invece, la liquidazione degli *assets* avrebbe quantomeno contenuto perché avrebbe consentito di soddisfare – pur soltanto parzialmente – le preferenze liquidatorie incorporate nelle *preferred shares*<sup>370</sup>.

La corte risolse la controversia in favore dei convenuti, cioè dei *common shareholders*. Esclusa la sussistenza di un problema di massimizzazione del valore conseguito dall'organo amministrativo, la corte affermò il diritto dell'organo gestorio di preservare l'indipendenza dell'impresa anziché procedere al suo smembramento anche ove tale scelta sia potenzialmente in grado di danneggiare i *preferred shareholders*.

Pur riconoscendo che la scelta era invero nell'interesse esclusivo dei *common shareholders* e che in effetti il *board* stava trasferendo il rischio dell'implementazione di una strategia estremamente rischiosa sui *preferred shareholders*, i giudici affermarono che la scelta doveva ritenersi perfettamente legittima.

Ciò in quanto non soltanto gli amministratori potevano qualificarsi come indipendenti ed avevano agito in buona fede, previa raccolta di tutte le informazioni rilevanti; ma anche perché, più radicalmente,

---

<sup>370</sup>Nel caso di specie, infatti, la corte non esitò a puntualmente rilevare come “*from a realistic or finance perspective, the heart of the matter is the conflict between the interests of the institutional investors that own the preferred stock and the economic interests of the common stock*”: cfr. *Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams, cit.*

assumere una decisione che in concreto sia idonea a favorire gli interessi dei *common shareholders* anziché quelli dei *preferred shareholders* è scelta discrezionale che rientra pienamente tra le facoltà dell'organo gestorio<sup>371</sup>, dal momento che, nel caso di specie, tra i diritti di natura contrattuale riferibili ai *preferred shareholders* non vi era (anche) quello di ottenere la liquidazione degli *assets* aziendali per lucrare un qualsiasi vantaggio patrimoniale<sup>372</sup>, ma solo quello di ricevere in via prioritaria una parte dei proventi di un *liquidity event*.

#### 23.2.2.2. L'assoluta discrezionalità (anche) del *venture capitalist*(?)

Una seconda vicenda giudiziaria rilevante è quella avviata da George Orban a seguito della fusione di Office Mart<sup>373</sup> con Staples.

Office Mart era nata nel 1987 da un'idea dello stesso Orban, che ne era stato il *chief executive officer* fino al 1992 e che operava, specialmente in Florida, nel settore della distribuzione all'ingrosso di materiali da cancelleria tramite centri commerciali specializzati

---

<sup>371</sup>Id.: “[w]hat the board did, in effect, was to try on behalf of the common to exploit the preferred-by imposing risks on them without proportionate opportunity for rewards. That the preferred is open to this risk legally is a function of the terms of its security. I think it is perfectly permissible for the board to choose this course in these circumstances”); (“[...] generally it will be the duty of the board, where discretionary judgment is to be exercised, to prefer the interests of common stock-as the good faith judgment of the board sees them to be-to the interests created by the special rights, preferences, etc., of preferred stock, where there is a conflict”); (“I conclude that the board’s failure to afford the preferred stock an opportunity to meet or exceed the Aries proposal was quite reasonable in the circumstances [...]”); (“The board knew, or had good reason to believe it knew, what were the business goals of the preferred with respect to its investment in Genta. The preferred quite certainly were interested in taking as much money out of Genta as possible, as soon as possible”); (“[...] if the policy of the board was to try to find a way to finance further research and development in order to attempt to benefit the residual owners of the firm, that any proposal that transferred corporate control or potential control to the preferred stock was a highly dubious way to achieve that goal”).

<sup>372</sup> Id.: “The contractual rights of the preferred stock did not, however, give the holders the necessary legal power to force this course of action on the corporation”.

<sup>373</sup> Nel caso di specie, si trattava di una *stock-for-stock merger*, ma il dato è irrilevante ai fini che qui interessano per quanto si è già rilevato in precedenza: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 21 (in fine).

organizzati e funzionanti sulla base delle indicazioni ottenibili tramite speciali *softwares* gestionali<sup>374</sup>.

La struttura finanziaria di Office Mart si articolava fondamentalmente su due livelli: ad Orban erano state assegnate *common shares*, mentre ad altri due investitori, in occasione di due successivi aumenti di capitale, erano state assegnate *convertible preferred shares*. Orban, il più importante tra i *common shareholders*, deteneva appena il 14,32% dei diritti di voto, la cui maggioranza era invece salda prerogativa dei *preferred shareholders*. A costoro erano infatti in totale ascrivibili, rispettivamente, il 22,59% e il 63,18% dei diritti di voto e, soprattutto, preferenze liquidatorie per un valore pari a oltre \$35.000.000.

Per lungo tempo, sotto la gestione Orban, si era inutilmente tentato di implementare certi piani di espansione interna. Nel 1989, però, il consiglio di amministrazione, composto da Orban e altri amministratori nominati dagli investitori ed essi stessi titolari di *preferred shares*, concluse che si sarebbe dovuta ricercare nuova liquidità per effettuare gli investimenti necessari a perseguire una strategia di crescita particolarmente aggressiva o, in alternativa, di ricercare possibili *partners* industriali interessati ad acquisire l'impresa.

Da qui, allora, prima i confronti con Office Depot in vista di un possibile *deal*, invero mai consumatosi; e, poi, con Staples, che manifestò serio interesse e con cui perciò si iniziò a trattare.

Parallelamente, tuttavia, si consumava un altro confronto, tutto interno all'impresa: quello tra i *preferred shareholders* e Orban, il quale, forte della previsione statutaria secondo cui alla fusione non si sarebbe potuto procedere in mancanza di un voto favorevole del 90% degli aventi diritto di voto, aveva più volte fatto presente che non avrebbe votato in favore dell'operazione se non gli fosse stato garantito il conseguimento di un importo pari a circa \$4.000.000.

Constatata la riluttanza degli altri membri ad acconsentire alle proprie richieste, Orban annunciò le dimissioni, ribadendo la propria posizione, a fronte della quale, allora, il consiglio di amministrazione

---

<sup>374</sup> *Orban v. Field*, 1997 W.L. 153831, 1997 (Del. Ch. 1997).



intraprese una serie di azioni<sup>375</sup>, tra cui in particolare una ricapitalizzazione volta a ridefinire la struttura proprietaria di Office Mart; e, in definitiva, a diluire la partecipazione dei *common shareholders* al di sotto del 10% e così spianare la strada alla esecuzione dell'operazione.

Office Mart fu allora acquisita da Staples per un importo di poco inferiore a \$32.000.000 che, stante il valore delle preferenze liquidatorie (pari – si ricorda – a \$35.000.000), fu versato interamente ai *preferred shareholders*.

Non avendo ricevuto nulla, Orban adì le vie giudiziarie, asserendo che gli amministratori di Office Mart avevano posto in essere un'operazione preordinata non già a massimizzare ma ad annullare il valore delle *common shares*; e perciò, anche in considerazione del proprio privato interesse a conseguire il valore delle preferenze liquidatorie incorporate nelle *preferred shares* di cui erano titolari, era loro ascrivibile una violazione del *duty of loyalty*.

Orban – sia chiaro – non contestò la correttezza dell'operazione di fusione<sup>376</sup>, ma le operazioni che l'avevano preceduta: Orban, in particolare, ammise che la propria partecipazione non avrebbe avuto alcun valore nel contesto di una *trade sale*, ma, ciò nonostante, rivendicò il valore che essa avrebbe avuto se alla ricapitalizzazione non si fosse mai fatto luogo, per via – si intende – dello “*sweetener*” che i *preferred*

---

<sup>375</sup>*Id.*, ove si legge che “[s]everal steps were required to effectuate this readjustment of proportionate ownership. First, the company’s certificate of incorporation had to be amended to increase the authorized common stock from 25 to 56 million and preferred stock shares from 15 to 16.175 million. Second, to compensate for the issuance of additional shares, the Board adjusted the conversion ratio of the Series A and B and proportionately increase the number of warrants held by the holders of Series C preferred. Third, the Board proportionately reduced the exercise price of the warrants from \$.75 to \$.28726 in order to maintain the total exercise price of \$6.4 million. Finally, the Board authorized the redemption of 2,089,714 shares held by Series C preferred stockholders, on a non-pro rata basis. In doing so, the company extended sufficient consideration to the Series C holders (\$3,013,995) to enable them to exercise warrants to permit them, as a group, to hold more than 90% of Office Mart’s outstanding common stock”.

<sup>376</sup>*Id.*, ove si legge, già in apertura, che “[t]he merger was an arm’s-length transaction and it is not contended in this suit that the price paid by Staples was not a fair price or the best price reasonably available”.

*shareholder* avrebbero dovuto inevitabilmente corrispondergli al fine di acquistare il consenso utile all'approvazione dell'operazione<sup>377</sup>.

La corte confermò, però, la bontà dell'operato dell'organo amministrativo, affermando, tra l'altro, che il consiglio di amministrazione, che nel caso di specie aveva negoziato il miglior *deal* possibile<sup>378</sup>, ha sicuramente il potere di assumere decisioni manifestamente contrarie all'interesse dei *common shareholders*, purché tali azioni siano sorrette da buona fede e risultino ragionevoli<sup>379</sup>, come appunto ritenne di poter concludere con riferimento alla vicenda in esame, in cui si era intrapresa una serie di azioni legittimamente volte a rimuovere gli ostacoli a una fusione utile a consentire il conseguimento del modesto valore dell'impresa<sup>380</sup>; e che per Orban non avrebbe generato ritorni neppure se la ricapitalizzazione non avesse avuto mai luogo<sup>381</sup>.

---

<sup>377</sup>*Id.*, ove la notazione secondo cui “[t]he basic theory of Mr. Orban’s case is that although the common stock was practically under water (i.e., valueless in a liquidation context) as of the spring of 1992, when evaluating the merger consideration in relation to the preferred stock preferences, the pooling provision requiring a 90% approval vote of each class of stock gave Mr. Orban stock a certain value. That value was destroyed when the Board took actions to assist the preferred stockholders to exercise their warrants, diluting the plaintiffs’ common stock interest below 10%”.

<sup>378</sup> Sulla rilevanza della condotta degli amministratori che, una volta che l'impresa sia “*on sale*”, non conseguano il miglior risultato possibile e sul c.d. *enhanced scrutiny test*, cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 23.2.1.2.

<sup>379</sup> Cfr. di nuovo *Orban v. Field*, cit., ove l'affermazione secondo cui “[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>380</sup>*Id.*, ove il rilievo secondo cui “[w]hereas the preferred stockholders had existing legal preferences, the common stockholders had no legal right to a portion of the merger consideration under Delaware law or the corporate charter. The Staples’ transaction appeared reasonably to be the best available transaction. Mr. Orban’s threat to impede the realization of that transaction by the corporation was thwarted by legally permissible action that was measured and appropriate in the circumstances”.

<sup>381</sup>*Id.*, ove l'incidentale rilievo secondo cui “[i]t 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”.

### 23.2.2.3. La subordinazione dell'interesse del *venture capitalist*

La terza e ultima vicenda di cui si impone di dare atto è quella concernente la *trade sale* di Trados<sup>382</sup>.

Trados fu fondata nel 1984 da Jochen Hummel and Iko Knyphausen, che elaborarono uno dei primi *software* per la traduzione automatizzata di documenti da una lingua in un'altra. Dopo i successi ottenuti presso il pubblico dei clienti *retail*, a partire dal 1990 Trados iniziò a perseguire l'obiettivo di replicare anche presso i clienti *corporate* il medesimo successo, anche in ragione delle opportunità offerte dallo sviluppo di Internet. Grazie a tali politiche gestorie, dopo 16 anni di attività in cui aveva fatto registrare un tasso di crescita annuale di circa il 23%, Trados era una realtà consolidata ormai prossima alla quotazione.

Tra il 2000 e il 2003 Trados ottenne in totale \$26.600.000 da tre distinti *venture capitalists*, che – come da regola generale – sottoscrissero *preferred shares*, in virtù delle quali conseguirono anche preferenze liquidatorie in totale pari a \$57.900.000.

Dopo un primo anno incerto ma tutto sommato positivo, nel 2005 divenne chiaro che l'impresa, pur continuando a crescere, aveva ormai esaurito il proprio potenziale di scalabilità; e che, proprio perciò, non sarebbe stata in grado di generare i ben più importanti ritorni attesi degli investitori.

Nel 2004, allora, l'organo amministrativo di Trados, in quel momento già controllato dai *preferred shareholders*, iniziò a considerare la possibilità di disinvestire; e, in tale prospettiva, decise, tra l'altro, sia di sostituire il *chief executive officer*, sia di introdurre un c.d. "*Management Incentive Plan*" (acronico "*MIP*") in virtù del quale il *management* avrebbe ricevuto una data percentuale dei proventi di una *trade sale* nel caso in cui vi si fosse fatto luogo.

---

<sup>382</sup>*In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, C.A. No. 1512-VCL, *slip op.* (Del. Ch. Aug 16, 2013) (ma cfr. anche *In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, C.A. No. 1512-CC, 2009 WL 2225958 (Del. Ch. Jul. 24, 2009)). Nel caso di specie, i *common shareholders* proposero sia un'azione per violazione del *duty of loyalty*, sia un'azione di *appraisal*, del cui esito si riferirà incidentalmente *infra*, in questo stesso §, in fine (in nota).

In seguito a tali mutamenti, le *performances* di Trados migliorarono, ma non in termini tali da convincere il consiglio di amministrazione a prendere in considerazione seriamente la possibilità di preservarne l'indipendenza, dato che tale opzione era ritenuta inidonea a generare alcun incremento di ricchezza significativo.

Sul finire del 2004, allora, l'organo amministrativo iniziò a ricercare un potenziale *partner* strategico interessato ad acquisire il controllo degli *assets* di Trados; e, poco dopo, nei primi mesi del 2005, avviò le trattative con SDL, una società quotata attiva nel settore della elaborazione e commercializzazione di *softwares*.

A seguito di lunghe negoziazioni, SDL dichiarò formalmente di essere interessata ad acquisire Trados per una cifra pari a \$60.000.000, che, nel caso di approvazione da parte dei competenti organi della *target*, sarebbero stati così distribuiti: \$7.800.000 milioni al management in virtù del MIP; \$52.200.000 ai *preferred shareholders*; e nulla ai *common shareholders*.

A metà 2005, il consiglio di amministrazione, all'epoca composto da 7 membri, approvò l'operazione all'unanimità. Poco dopo, anche i *common shareholders* e i *preferred shareholders* approvarono, separatamente, l'operazione.

A fronte di tale esito, uno dei *common shareholders*, Christen, convenne in giudizio ciascuno dei componenti del consiglio di amministrazione, lamentando che la scelta di dismettere l'impresa fosse intervenuta in un momento in cui le *performances* erano in stabile e netto miglioramento; che tale scelta aveva privato i *common shareholders* della possibilità di conseguire una parte dei profitti che essi avrebbero invece conseguito se si fosse atteso il completamento del percorso di crescita e si fosse perciò potuto in seguito procedere a una cessione ad un prezzo maggiore; e che tale scelta era stata indotta dagli interessi personali degli amministratori, ai quali, perciò, era ascrivibile una violazione del *duty of loyalty* nei confronti dei *common shareholders*.

Secondo la corte, quasi tutti i componenti del consiglio di amministrazione erano portatori di un interesse privato: perché ne avevano tratto vantaggio pecuniario in forza del MIP; perché, pur non avendo ricevuto un diretto ritorno pecuniario, erano da considerarsi come

diretta promanazione dei *preferred shareholders*, che sicuramente avevano tratto vantaggio dalla *trade sale*; o anche solo per via delle “*several and significant*” precedenti relazioni di *business* intrattenute con i *venture capitalists* coinvolti e della titolarità di *preferred shares*.

Da qui, stante la duplice constatazione del fatto che gli amministratori sono in generale gravati da doveri fiduciari in forza dei quali si impone “*that they strive prudently and in good faith to maximize the value of the corporation for the benefit of its residual claimants*”<sup>383</sup>; e che, in seno ad un organo gestorio dominato dai *preferred shareholders*, l’esistenza di una preferenza liquidatoria potrebbe condizionare la scelta tra la *trade sale* e la preservazione dell’indipendenza dell’impresa<sup>384</sup>, la decisione della corte di applicare, anche in considerazione della carenza di una distinta e separata approvazione dell’operazione da parte della maggioranza della minoranza dei *common shareholders*<sup>385</sup>, l’*entire fairness test*, con conseguente inversione dell’onere della prova di *fairness* procedurale e sostanziale a carico dei convenuti.

Sulla scorta delle prove fornite dai convenuti, la corte ritenne che, quanto al *fair dealing*, le modalità di gestione delle fasi di pianificazione dell’operazione, le successive negoziazioni con SDL e le modalità con cui la *trade sale* era stata approvata a livello consiliare e assembleare non potevano dirsi *fair* nei confronti dei *common shareholders*; e, quanto al *fair price*, basandosi sulle indicazioni dell’esperto incaricato di procedere ad una stima del valore di Trados (e, quindi, delle *common shares*), la corte stabilì che la circostanza per la quale i *common shareholders* non

---

<sup>383</sup>*Id.*: “*Directors of a Delaware corporation owe fiduciary duties to the corporation and its stockholders which require that they strive prudently and in good faith to maximize the value of the corporation for the benefit of its residual claimants. A court determines whether directors have fulfilled their fiduciary duties by evaluating the challenged decision through the lens of the applicable standard of review*”.

<sup>384</sup>*Id.*: “*When a board is dominated by directors designated by VCs, the existence of a liquidation preference may affect the choice between (i) selling or dissolving the company and (ii) maintaining the company as an independent private business*”.

<sup>385</sup> L’approvazione da parte di una maggioranza della minoranza di una data operazione con riferimento alla quale sia ravvisabile un conflitto di interessi è, in base al diritto societario del *Delaware*, una delle tecniche utili a “sterilizzarla” (c.d. “*sanitizing*”) così da prevenire l’applicazione dell’*entire fairness test* ovvero consentirne una applicazione “attenuata”: sul punto cfr., pur brevemente, *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 23.2.1.2.

avevano conseguito alcunché, all'esito della *trade sale* fosse da ritenersi *fair*, perché in effetti il valore stimato dell'impresa era pari a meno di \$52.000.000 e, perciò, tali strumenti finanziari già non incorporavano alcun valore residuo<sup>386</sup>.

Conclusivamente, la corte affermò che, pur avendo assunto le decisioni rilevanti ai fini della *trade sale* senza tenere in debita considerazione l'interesse dei *common shareholders*, nel caso di specie l'operazione avrebbe nondimeno dovuto ritenersi *fair* perché, se pure Trados fosse rimasta operativa, non avrebbe comunque avuto “*a realistic chance of generating a sufficient return to escape the gravitational pull of the large liquidation preference ...*” e, dunque, non avrebbe comunque generato alcun ritorno per i *common shareholders*<sup>387</sup>.

---

<sup>386</sup> I *common shareholders* erano – come si dice in gergo – “*under-water*”. Conseguentemente, se anche 'la società avesse continuato a operare, i flussi di cassa associabili alle *common shares* sarebbero stati comunque assorbiti dalle preferenze liquidatorie.

<sup>387</sup> La circostanza che il valore delle *common shares* fosse pari a zero spiega perché anche l'azione di *appraisal* originariamente proposta dall'attore fu rigettata.

- Sezione G: UNA SECONDA DECLINAZIONE CONCRETA:  
L'ORDINAMENTO ITALIANO -

24. *La venture capital-backed firm* di diritto italiano: aspetti salienti

Indipendentemente dalla forma organizzativa prescelta<sup>388</sup>, le *venture capital firms* operanti in Italia gestiscono il proprio rapporto con

---

<sup>388</sup> Le *venture capital backed firms* operanti in Italia sono spesso governate dal diritto di altri stati; ma, nella misura in cui ciò non accada e siano governate dal diritto italiano, esse sono solitamente organizzate come società di gestione del risparmio che gestiscono uno o più fondi chiusi. Sulle scelte organizzative delle *venture capital firms* italiane, quali *species* del *genus* delle *private equity firms*, cfr. L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Milano, Egea, 2018, p. 249, pp. 2 ss. Sulla disciplina dei fondi chiusi e aperti e delle società di gestione del risparmio, cfr. su tutti, F. ANNUNZIATA, *Gli Oicr di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in R. D'APICE (a cura di), *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Bologna, Il Mulino, 2016, pp. III-826, pp. 337 ss.; e, *amplius*, ID, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e riforme*, Milano, Egea, 2018, pp. XX-228, spec. pp. 37 ss e 69 ss. Per quanto consta, i giudizi degli operatori in merito alla funzionalità di tale modello sembrano nel complesso positivi. In tema, cfr. A. PAPA - N. ALFANO - G. IASELLI - C. BENIGNI, *Investment Funds in Italy: Regulatory Overview* (2016), in *Thomson Reuters - Practical Law*, liberamente accessibile all'indirizzo <[www.uk.practicallaw.thomsonreuters.com](http://www.uk.practicallaw.thomsonreuters.com)>; e S. SCIOLLA - G. SANDICCHI - M. GOLINELLI - S. CERVO - T.V. MARINO, *Private Equity in Italy: Market and Regulatory Overview* (2016), in *Thomson Reuters - Practical Law*, liberamente accessibile all'indirizzo <[global.practicallaw.com/2-383-6807](http://global.practicallaw.com/2-383-6807)>. Si ritiene, infatti, che la disciplina vigente non osti a soluzioni che ben si sposano con le varie esigenze riscontrabili nel corso delle diverse fasi della individuazione, della selezione, della gestione, del *monitoring* e del disinvestimento in cui tipicamente si articola un ciclo di investimenti. Le ragioni di ciò sono ben chiarite da S. SCIOLLA - G. SANDICCHI - M. GOLINELLI - S. CERVO - T.V. MARINO, *cit.*, ove, a illustrazione della funzionalità di tale soluzione, si elencano i seguenti vantaggi: “*the separation between the fund and the management company allows the management team to choose investment opportunities autonomously and rapidly*”; “[*t*]he fund’s duration allows the investors to achieve the result of their investments within certain period of time”; “[*t*]he fund’s closed-end term allows the investors to exit from the fund at predefined and specific times. This allows the management company to have a capital reserve available that remains relatively stable over time”. Per una trattazione di carattere accademico cfr. invece M. STELLA RICHTER Jr., *L'organizzazione e il governo societario del gestore*, in R. D'APICE (a cura di), *cit.*, pp. 61 ss. Alle *venture capital firms* italiane in astratto si danno invero altre due soluzioni organizzative (cui per vero dovrebbe aggiungersene una terza, rappresentata dai fondi europei per il *venture capital*, di cui all'art. 1, c. 1, lett. m-septies), D. Lgs. 24

l'imprenditore avvalendosi di veicoli organizzati come società per azioni o, meno frequentemente, come società a responsabilità limitata, cui si collega un regolamento privato articolato in una varietà di pattuizioni sociali e parasociali<sup>389</sup> che, pur se conformate in modo diverso in ragione delle esigenze di adattamento scaturenti dalla variazione della disciplina positiva applicabile<sup>390</sup>, se valutate in una prospettiva autenticamente funzionale, corrispondono a quelle già richiamate in precedenza in via generale<sup>391</sup> e sono nel complesso preordinate a creare le condizioni per il perseguimento del condiviso obiettivo della massimizzazione della ricchezza comune, e non sono pertanto solamente orientate ad offrire tutele al *venture capitalist* per il caso in cui si verificano scenari avversi ai suoi interessi<sup>392</sup>.

---

febbraio 1998, n. 58): la società di investimento a capitale variabile (SICAV); e, a seguito di talune relativamente recenti innovazioni del diritto positivo domestico (cfr. art. 1, c. 1, let. c), D. Lgs. 4 marzo 2014, n. 44), anche la società di investimento a capitale fisso (SICAF). Tanto le SICAV quanto le SICAF sono, fondamentalmente, normali società per azioni assoggettate, oltre che al diritto societario generale, anche alla disciplina speciale concernente, rispettivamente, i fondi di investimento aperti e chiusi: su cui v. di nuovo F. ANNUNZIATA, *Gli organismi, cit.*, pp. 100 ss. La scelta di una di tali soluzioni, pur ad altri fini certamente rilevante (si pensi, per esempio, al regime di "netta" separazione patrimoniale che consegue al recente riconoscimento dell'autonomia patrimoniale del fondo rispetto alla SGR (cfr. da ultimo Tribunale di Milano, 10 giugno 2016, n. 7232) che invece non è negli stessi termini ravvisabile nel caso di SICAV e SICAF. In tema cfr. ancora F. ANNUNZIATA, *Gli organismi, cit.*, pp. 123 ss.), non incide sensibilmente sui contenuti delle regole private volte a disciplinare i rapporti tra investitori e gestori (cfr., in tema, V. MARZOVILLO, *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo*, in R. D'APICE, *cit.*, pp. 309 ss., spec. pp. 310 ss.); né, da altro punto di vista, sul piano del contenuto fondamentale del regolamento privato deputato a regolare i rapporti tra *venture capital firm* e imprenditore al livello della *portfolio company* (cui dedica ampie riflessioni G.A. MAZZA, *cit., passim*; e A. ZANONI, *cit.*, pp. 88 ss.).

<sup>389</sup> Su questi temi cfr. G.A. MAZZA, *cit., passim*; e A. ZANONI, *cit.*, pp. 88 ss.

<sup>390</sup> Ne discute per esempio B. SZEGO, *Il venture capital, cit.*, p. 83; e ID., *Finanziare l'innovazione, cit.*, pp. 822 s.

<sup>391</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub § 8.2.

<sup>392</sup> Su questo punto, da noi, cfr. specialmente V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, pp. 205 ss., spec., per passaggio qui particolarmente rilevante, p. 207, ove, con ragionamento svolto con riferimento alle finalità perseguite dai fondi di *private equity* ma sicuramente estensibile anche alle *venture capital-backed firms*, la sottolineatura della strumentalità di una serie di "pretese" del fondo in vista del perseguimento dell'obiettivo di realizzare "*nell'arco di tempo negoziato ... un significativo incremento di valore ...*".



Strumentali al soddisfacimento di tale esigenza sono, tra l'altro, le preferenze liquidatorie che da noi sono state per lungo tempo oggetto di specifiche pattuizioni parasociali, ma che oggi possono certamente avere la loro fonte, oltre che da una mirata combinazione di strumenti finanziari rappresentativi del capitale di debito con strumenti rappresentativi del capitale di rischio e dagli strumenti finanziari partecipativi<sup>393</sup>, anche da puntuali pattuizioni statutarie.

Nella prospettiva di consentire una più efficace regolamentazione delle vicende circolatorie delle partecipazioni sociali, il notariato ha infatti chiarito che devono ritenersi legittime le clausole statutarie *“che prevedono per il caso di vendita congiunta di partecipazioni da parte di più soci ... la ripartizione non proporzionale del corrispettivo previsto”*. Si è però al contempo precisato anche che *“[l]’individuazione dei soci soggetti alla previsione statutaria ha luogo, nelle s.p.a., per il tramite di categorie speciali di azioni, nelle s.r.l. per il tramite di diritti particolari ... o comunque in entrambi i casi mediante la predeterminazione in statuto di altri criteri oggettivi” e “spersonalizzati”*; e che anche tali clausole *“... devono intendersi sottoposte, nelle loro possibili concrete configurazioni, ai requisiti di legittimità che l’ordinamento societario a vario titolo contempla, come ad esempio, ove nel caso concreto dovessero assumere rilevanza, il divieto del patto leonino o la necessità di una equa valorizzazione della partecipazione del socio obbligato a dismettere la propria partecipazione”*<sup>394</sup>.

---

<sup>393</sup> Cfr. A. BUSANI - M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Società* (Le), 2011, pp. 925 ss., spec. p. 926. Ad incentivare il ricorso a tale opzione è il fatto che *“la nuova categoria degli strumenti finanziari è tratteggiata, sul piano della fattispecie, da poche indicazioni, che a stento consentono di intravederne i confini, ed è oggetto di un impianto disciplinare forse ancora più scarno”*: cfr. M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2003, I, pp. 544 ss., spec. p. 545. In tema, per approfondimenti, cfr., tra gli altri, M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, *ivi*, 2003, I, pp. 532 ss.; G. FERRI Jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in C. MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, XI-654, pp. 67 ss.; L. ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi” in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2005, I, pp. 166 ss.

<sup>394</sup> Cfr. Massima del 5 marzo 2013, n. 126, rubricata *“Ripartizione non proporzionale del corrispettivo di vendita o di riscatto di partecipazioni sociali (artt.*

Pur senza voler in questa sede negare che il diritto positivo possa attribuire rilevanza (da molteplici punti di vista) alle modalità concretamente prescelte per attribuire al *venture capitalist* una preferenza liquidatoria, nella prospettiva che qui interessa, in cui si guarda alle preferenze liquidatorie per l'impatto che esse hanno – come visto – sulla funzione di *payoff* del *venture capitalist* e dell'imprenditore e quindi sugli incentivi a procedere a una *trade sale*, il momento “genetico” è irrilevante.

Rilevante è, invece, un altro dato: e cioè che le preferenze liquidatorie tipicamente attribuite al *venture capitalist* che investa in una società governata dal diritto italiano hanno di regola natura partecipativa<sup>395</sup>, sicché – per quanto già rilevato<sup>396</sup> – il *venture capitalist* non è mai costretto a procedere ad una scelta binaria tra il conseguimento del valore delle preferenze liquidatorie e il conseguimento di una data frazione della ricchezza complessivamente generata dalla relazione con l'imprenditore; ma può conseguire l'uno e l'altra.

---

2348 e 2468, c.c.)”. Si noti, peraltro, che il notariato ha elaborato la massima di cui si è dato atto, oltre che in considerazione delle esigenze proprie degli operatori di *venture capital* e *private equity*, anche muovendo dal presupposto che tali esigenze si pongono proprio “[n]ella prospettiva della *dismissione congiunta dell'investimento partecipativo*”, allorquando “*le parti possono [voler]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*”. Il notariato ha anche precisato che “[l]e ragioni di un tale possibile assetto possono essere varie: dalla volontà di assicurare ex ante ad un socio investitore un ritorno minimo dell'investimento effettuato, alla disponibilità viceversa di riconoscere ad un socio industriale un ‘premio’ per il suo apporto alla buona riuscita dell'iniziativa, e così via”.

<sup>395</sup> Pur in mancanza di studi al riguardo, tale affermazione si giustifica in ragione della constatata assenza, nel contesto della pur limitata letteratura specialistica in argomento, di qualsiasi riferimento a strumenti finanziari analoghi alle *convertible preferred shares* dell'esperienza statunitense (su cui cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 22.1). L'affermazione, su cui ovviamente sarebbe senz'altro opportuno fare maggiore chiarezza, ha comunque implicazioni trascurabili: infatti, se si accertasse che i *venture capitalists* italiani hanno ricevuto o ricevono o possono ricevere preferenze liquidatorie partecipative, il problema non muterebbe né dal punto di vista economico (per quanto detto *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 18), né dal punto di vista positivo (per quanto si dirà *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 25.2).

<sup>396</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 10.2.

## 25. La co-vendita da trascinamento

### 25.1. Nozione

La *venture capital-backed firm* – si è spiegato – è, a date condizioni, concepibile alla stregua di un prodotto destinato ad essere a un certo punto collocato sul mercato delle acquisizioni tramite una *trade sale*<sup>397</sup>: *trade sale* cui, nell’ordinamento italiano, al netto di soluzioni alternative in teoria pure immaginabili ma in pratica inefficienti o impraticabili<sup>398</sup>, si procede tramite una co-vendita da trascinamento.

In termini generali, la co-vendita da trascinamento è definibile come l’operazione in virtù della quale, su iniziativa di un socio (ossia, il socio trascinante), si consuma il trasferimento a un terzo genuinamente indipendente della propria partecipazione nonché di quella di almeno un altro socio (il socio trascinato) ai medesimi termini, innanzitutto di prezzo<sup>399</sup>.

Pur in linea di massima condivisibile, tale definizione mal si adatta alle caratteristiche della *trade sale* di una *venture capital-backed firm*.

Si noti, infatti, che nel caso in cui la co-vendita da trascinamento sia strumentale alla esecuzione di una *trade sale* di una *venture capital-backed firm*, non è scontato che si faccia luogo a una ripartizione dei proventi dell’operazione su base meramente proporzionale. Sebbene possa accadere – come si avrà a breve modo di vedere – che le parti si richiamino espressamente a tale criterio, all’atto pratico è poi importante prestare attenzione a qualsiasi ulteriore “meccanismo”, incorporato negli strumenti finanziari o a base negoziale, che contempra criteri diversi,

---

<sup>397</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 9.

<sup>398</sup> Sulle ragioni di tale affermazione si avrà modo di tornare ampiamente in seguito: cfr. *infra*, Capitolo III, *sub* § 32.2.

<sup>399</sup> In tal senso, prima di tutti, C. D’ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, pp. 373 ss., spec. pp. 373-374.

come per esempio è a dirsi per quanto concerne le preferenze liquidatorie.

Per quanto qui rileva, allora, appare più corretto definire la co-vendita da trascinamento come l'operazione in virtù della quale, su iniziativa del *venture capitalist* (in quanto socio trascicante), si perviene al trasferimento a un terzo genuinamente indipendente delle partecipazioni propria e dell'imprenditore (quale socio trascinato) e il cui ricavo è ripartito secondo il complesso di regole definite dalle parti (incluse le preferenze liquidatorie, qualunque ne sia l'origine).

Ciò precisato, si impone di rilevare anche come la co-vendita da trascinamento non sia funzione dell'esercizio di un potere che – come la *cash-for-stock merger* dell'esperienza statunitense – ha la sua fonte in una previsione contrattuale “preconfezionata” dal legislatore e perciò parte del contratto sociale in via di *default*. Essa è, al contrario, funzione di un potere che si fonda in una precisa scelta di *private ordering*: la clausola di trascinamento, che, notata da pochi(ssimi) prima della riforma del diritto societario<sup>400</sup>, è di recente assurta a oggetto di importanti e numerosi studi<sup>401</sup>.

---

<sup>400</sup> Ne avevano trattato o vi avevano accennato C. PEDERSOLI, *Sindacati di blocco: validità, effetti, tipi*, in F. BONELLI - P.G. JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, Giuffrè, 1993, pp. XV-1106, pp. 231 ss., spec. p. 239; e G. MEO, *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in M. BESSONE (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Torino, 2002, pp. 90 ss.

<sup>401</sup> Per un'introduzione al tema, cfr. N. DE LUCA - M. FERRANTE, *Clausole di trascinamento e accodamento (drag- e tag-along)*, in M. CAMPOBASSO - V. CARIELLO - U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni (in P. ABBADESSA - G. PORTALE (diretto da), “Codice civile e norme complementari”)*, Milano, Giuffrè, 2016, pp. XXVIII-4458, in particolare pp. 683ss. In argomento, oltre ai lavori che si avrà modo di menzionare in seguito, cfr. (oltre ad C. ANGELICI, *Fra mercato e società, cit.*; C. D'ALESSANDRO, *Patti di co-vendita, cit.*; e A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari, cit.*), soprattutto G. SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statuarie di trascinamento (drag-along)*, in *Contr. imp.*, 2015, pp. 627 ss.; N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento (“drag-along”)*, in *Banca borsa tit. cr.*, 2009, I, pp. 174 ss.; A. STABILINI - M. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, pp. 949 ss. *Adde*, poi, E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, pp. XIX-624, pp. 226 ss.; P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Milano, Ipsoa, 2013, pp. X-256; ID., *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*,

Migrata dal parasociale al sociale, a seguito della riforma del diritto delle società<sup>402</sup>, la clausola *de qua* esibisce una conformazione assai variabile, che ne preclude una stilizzazione valevole in modo indistinto; ma d’altro canto non impedisce, muovendo dalle indicazioni ricavabili dalla prassi degli affari, di isolarne – secondo la dottrina che si è occupata della questione<sup>403</sup> – due varianti fondamentali: una “forte” e una “debole”.

Nella versione forte, la clausola di trascinamento risulta incentrata su un meccanismo autenticamente *self-enforcing*, in forza del quale il *venture capitalist* ha il diritto di alienare anche la partecipazione dell’imprenditore ai medesimi termini, innanzitutto di prezzo, a cui aliena la propria.

---

in *Notariato*, 2009, pp. 157 ss.; M. DI PAOLO, *Le clausole di drag along. Legittimità e responsabilità del notaio rogante*, in *Vita not.*, 2013, pp. 1409 ss.; V. SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Notariato*, 2013, pp. 695 ss.; D. SCARPA, *Clausole di trascinamento di partecipazioni societaria tra struttura e limiti*, in *Giust. civ.*, 2013, II, pp. 41 ss.; i due contributi di L. BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e strutture* e *I patti di covendita: aspetti operativi*, entrambi pubblicati in *Contr. imp.*, 2014, pp. 1011 ss. e 1466 ss.; e, *last but not least*, L. DE MATTEIS, *La clausola di trascinamento inserita nello statuto di una Srl e criteri redazionali*, in *Giur. comm.*, 2017, I, pp. 641 ss. In tema, per un approccio diverso che si avrà modo di valorizzare oltre, cfr. anche A. VICARI, *Sui doveri del socio di controllo in caso di vendita della partecipazione sociale*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, Giappichelli, 2010, pp. XVIII-928, pp. 908 ss.

<sup>402</sup> Di tale migrazione parla, in generale, M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso. Vol. I*, Torino, Utet, 2007, pp. LI-788, pp. 607 ss., spec. p. 611. Muovendo dal presupposto che l’inserimento di tale pattuizione in sede statutaria valga a sancirne l’elevazione a regola propriamente organizzativa e, di conseguenza, a provocarne l’assoggettamento al diritto societario quale disciplina dell’impresa collettiva, in letteratura si tende ad assegnare valore sociale alla clausola di trascinamento inserita in sede statutaria. Tali posizioni riflettono la tesi “formalista” formulata da R. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pp. 200 ss., spec. p. 203; cui – come noto – si contrappone, predicando la identificabilità di criteri “sostanziali” di distinzione delle clausole parasociali formalmente statutarie, la tesi sostenuta da G.A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 629 ss.

<sup>403</sup> Cfr., per esempio, M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, Giuffrè, 2013, pp. XII-342, spec. p. 241, ove, al fine di dirla irrilevante nella prospettiva dell’enucleazione della disciplina cui assoggettarla, si segnala la distinzione tra la clausola di trascinamento conformata in modo tale risultare incentrata sul binomio diritto potestativo / soggezione e quella incentrata sulla meno “forte” combinazione tra diritto / obbligo.

Emblematica, da questo punto di vista, la clausola di trascinamento seguente<sup>404</sup>:

*“ ... qualora il socio [A] dovesse procedere alla cessione dell’intera propria [p]artecipazione sociale ..., lo stesso avrà il diritto di offrire in vendita al terzo acquirente (Terzo Acquirente) la [p]artecipazione sociale [di B], insieme alla [propria p]artecipazione ..., ad un prezzo unitario per azione identico a quello offerto per la cessione della Partecipazione di maggioranza.*

*A tal fine si applicheranno le seguenti previsioni:*

*a) qualora il socio [A] ottenga da un potenziale Terzo Acquirente una manifestazione di interesse ad acquistare una partecipazione sociale uguale o superiore alla [propria p]artecipazione ..., il socio [A] avrà altresì il diritto di offrire al predetto Terzo Acquirente anche la possibilità di acquistare l’intera [p]artecipazione di [B], allo stesso prezzo (per azione) e alle stesse condizioni offerte dal socio [A];*

*b) nel caso in cui il Terzo Acquirente decida di acquistare anche la [p]artecipazione di [B] e pertanto formuli un’offerta irrevocabile avente ad oggetto la [p]artecipazione di [A] e la [p]artecipazione di [B], il socio [A] comunicherà per iscritto a[l] socio [B] l’intenzione di procedere al trasferimento della [p]artecipazione di [A], unitamente a una copia dell’offerta irrevocabile del Terzo Acquirente di acquistare anche la [p]artecipazione di [B];*

*[...]*

*e) i[l] socio [B] avr[à] l’obbligo di dare corso a tutti quegli adempimenti che fossero richiesti, al fine di consentire al Terzo Acquirente che abbia formulato l’offerta irrevocabile di acquisto di cui al punto (b) che precede, di procedere all’acquisto della [propria p]artecipazione sociale contestualmente all’acquisto della partecipazione di [A];*

*f) l’impegno de[l] socio [B] vale per l’intera [propria] partecipazione e non è applicabile in caso di offerta di acquisto parziale”<sup>405</sup>.*

---

<sup>404</sup> Il testo della clausola di trascinamento qui riprodotto è, salvo qualche irrilevante variazione imposta dalle esigenze di adattamento a questo scritto, quello che risulta dalla lettura (cui l’Autore ha cortesemente acconsentito) di G.B. PORTALE, *Parere pro veritate “in tema di clausola statutaria di covendita forzata delle azioni del socio di minoranza operante in caso di mancato esercizio della connessa prelazione azionaria: contenuto della denunziatio e invalidità della clausola”* del 28 novembre 2007, p. 4.

<sup>405</sup> Sia consentito precisare che la qualificazione di tale clausola come “forte”, come incentrata su un meccanismo di carattere autenticamente potestativo, non appare così scontata, ma la si accetta in ragione dell’autorevolezza della qualificazione: per ogni precisazione al riguardo cfr. *infra*, sub §§ 25.2.

Nella versione debole, invece, la clausola di trascinamento, pur perseguendo il medesimo obiettivo di provocare il congiunto trasferimento delle partecipazioni, non consente di pervenire a tale risultato senza la cooperazione dell'altro socio, perché difetta un meccanismo potestativo che valga a garantirne l'*enforcement*.

In forza di essa, infatti, a fronte di un'offerta di un terzo indipendente interessato ad acquistare tutte le partecipazioni sociali, il socio trascinate ha diritto a che il socio trascinato acconsenta alla alienazione anche della propria partecipazione ai medesimi termini, innanzitutto di prezzo, a cui intende cedere la propria partecipazione: manca, in altri termini, la previsione di una vera e propria "autorità privata"<sup>406</sup>.

Un esempio di clausola di trascinamento debole è il seguente<sup>407</sup>:

*«(i) Qualora un socio ("Socio Proponente") avesse intenzione di negoziare in buona fede con un terzo acquirente la cessione di almeno il [ ] % delle azioni della società, in un'unica o in più cessioni tra loro collegate, in una trattativa con una controparte che non sia una persona giuridica controllata o collegata alla società, il socio avrà il diritto, esercitabile inviando una comunicazione scritta ad ognuno degli altri soci almeno [ ] giorni prima della prevista conclusione della trattativa, di richiedere agli altri soci di vendere la medesima percentuale di azioni (proporzionale alla percentuale di proprie azioni negoziata dal socio) al medesimo terzo acquirente, alle stesse condizioni di quelle applicate al Socio Proponente.*

*(ii) La comunicazione del Socio Proponente ad uno o a più dei soci e all'organo amministrativo sarà inviata con lettera raccomandata con avviso di ricevimento, presso la sede della società e al domicilio di ciascuno degli altri destinatari risultante dal libro soci. La comunicazione deve contenere le generalità del cessionario, il prezzo offerto e le condizioni del trasferimento ("Proposta di vendita"). Ogni socio con il presente patto accetta fin d'ora di cooperare con il Socio Proponente e assume ogni iniziativa e/o comportamento che risulterà ragionevolmente necessario per il perfezionamento della cessione al terzo acquirente secondo quanto previsto dalla Proposta di Vendita.*

---

<sup>406</sup> Il senso dell'espressione è noto: cfr. M.C. BIANCA, *Le autorità private*, Napoli, Jovene, 1977, pp. XVI-180.

<sup>407</sup> L'esempio è attinto a L. ZUMBO - A. BATTISTA, *Modelli commentati di clausole di co-vendita in lingua italiana e inglese*, in A. RUFINI (a cura di), *Le clausole di co-vendita*, Milano, Asla, 2013, pp. IV-80, pp. 67 ss., spec. p. 73.

(iii) *Inviata la comunicazione di esercizio della facoltà di vendita, il Socio Proponente potrà richiedere a ciascuno degli aderenti alla Proposta di Vendita, e questi sarà tenuto a sottoscrivere, un contratto di deposito fiduciario e una procura a vendere, nei termini di cui alla Proposta di Vendita (rispettivamente “Deposito Fiduciario” e “Procura a Vendere”). Il Deposito Fiduciario e la Procura a Vendere conterranno, tra l’altro, l’impegno di ogni socio a consegnare al Socio Proponente, in deposito fiduciario, i certificati azionari e al conferimento irrevocabile di ogni necessario potere e rappresentanza per agire in relazione alla Proposta di Vendita.*

(iv) *Le azioni soggette al presente articolo saranno incluse nella Proposta di Vendita agli stessi termini e condizioni applicabili alle azioni del Socio Proponente. ...*

(v) *Nell’ipotesi di trasferimento di azioni eseguito senza l’osservanza di quanto sopra prescritto, l’acquirente non avrà diritto di essere iscritto nel libro soci e non sarà legittimato all’esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi».*

Sebbene il distinguo qui operato si caratterizzi per un’innegabile rilevanza quantomeno sul piano strutturale e “meccanico”, si impone al riguardo di procedere a due precisazioni che valgono, sul piano pratico, a ridimensionarne l’effettiva importanza.

In primo luogo, può accadere che la “debolezza” della clausola di trascinarsi scaturente dalla mancata previsione di un vero e proprio potere in favore del socio trascinate sia “compensata” dalla previsione di una *put option* da esercitarsi a un prezzo determinato in funzione di quello che il socio trascinate avrebbe conseguito se il socio trascinato avesse dato corso agli adempimenti del caso<sup>408</sup>.

---

<sup>408</sup> Basti al riguardo rinviare alle osservazioni svolte in tema di struttura della clausola di trascinarsi da M.S. SAEZ LACAVE - N.B. GUTIERREZ, *cit.*, p. 434: “... *the drag-along clause per se, which consists in a commitment to sell jointly when one of the shareholders presents the proposal*”, che “*usually also contain a clause providing for a call option or right to buy*”, laddove però non può escludersi che, “*i[n] addition to the drag-along clause per se and the call option or right to buy, these ... arrangements may include a penalty clause*”, che è bensì “*is optional*”, ma, ove presente, comunque consente, anche quando l’accordo sia incentrato sul mero “*right to buy*”, di dissuadere l’opportunità del socio riluttante a trasferire la propria partecipazione in modo non diverso da quanto farebbe il diritto potestativo provocare il trasferimento congiunto, “*compelling him to sell his share in the company to A at a lower price than at which he would have sold it to C (call option at a discount)*”. A prescindere dalla circostanza che una tale “*call option at a discount*” sia da noi effettivamente *enforceable*, resta comunque possibile immaginare varie soluzioni utili, anche quando la



In secondo luogo, è opportuno precisare che a tali differenze non corrisponde alcuna alterazione dell'economia di base dell'operazione<sup>409</sup>: i virtù e vizi della clausola di trascinamento e dell'operazione che essa consente di provocare restano, cioè, sostanzialmente identici.

## 25.2. Disciplina

Nell'ottica della ricognizione dei “frammenti” di disciplina cui l'ordinamento nel suo complesso assoggetta, anche governando struttura e funzionamento della clausola di trascinamento, la co-vendita da trascinamento si imporrebbe di procedere alla trattazione di una molteplicità di questioni<sup>410</sup>: questioni che spaziano da quella concernente la tutela costituzionale della “proprietà” della partecipazione sociale<sup>411</sup>e

---

clausola non sia incentrata su un diritto potestativo, a conferire forza simile a quella che si attribuisce alla clausola di trascinamento forte.

<sup>409</sup> Cfr. M.L. VITALI, *cit.*, spec. pp. 213 ss., ma soprattutto p. 237, ove argomenti che presuppongono il convincimento che eventuali differenze strutturali non valgano a rendere la clausola di trascinamento forte più problematica della clausola di trascinamento debole.

<sup>410</sup> Anche prettamente civilistiche, su cui cfr. su tutti C. D'ALESSANDRO, *Patti di co-vendita, cit., passim* (ma anche, per importanti spunti di riflessione, E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, Giuffrè, pp. XVI-365, spec. pp. 58 ss.)

<sup>411</sup> Il tema della tutela costituzionale della proprietà privata è stato affrontato soprattutto dalla letteratura tedesca: in tema cfr. L. KLÖHN, *Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche*, Tübingen, 2009, pp. XXV-478, spec. pp. 101 ss. Da noi, pur senza assurgere a oggetto di trattazione organica, la questione ha non di rado ricevuto attenzione: cfr. per esempio G.B. PORTALE, *Parere pro veritate*, in *Processi Civili*, 1972, pp. 172 ss., spec. pp. 197-202 e in particolare p. 201, ove il rilievo secondo cui la previgente disciplina recante i criteri per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente (ossia, il previgente art. 2437 c.c.), avrebbe implicato, se non “corretta” in via interpretativa, una vera e propria “espropriazione a titolo gratuito tra privati”. Sebbene il problema fosse sicuramente esistente, non condivisibile sembra essere stato il tentativo di risolverlo invocando la disciplina costituzionale in tema di protezione della proprietà privata: cfr. infatti Cass., 10 settembre 1974, n. 2454, in *Giur. comm.*, 1975, II, pp. 43 ss., spec. pp. 48 ss. Il tema della possibile configurazione di una tutela costituzionale della partecipazione sociale è in seguito riemerso in numerose occasioni: cfr., per esempio, V. SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Società (Le)*, 2007, pp. 1450-1452, ma anche, per la puntuale spiegazione

dell'intangibilità dell'altrui sfera giuridica<sup>412</sup> a quella concernente il "diritto alla conservazione dell'investimento"<sup>413</sup>), fino a spingersi al tema dei rapporti tra co-vendita da trascinamento e contratto di società e interesse sociale<sup>414</sup> ed infine giungere a quelle relative alla possibilità di

---

delle ragioni per cui la questione appare mal posta e la soluzione non condivisibile, M. VENTORUZZO, Sub art. 111 T.u.f., in P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI (a cura di), *La nuova disciplina delle società quotate*, Milano, Giuffrè, 1999, pp. XXXIV-2785, pp. 781 ss.; P. BELTRAMI, *La responsabilità per danni da fusione*, Torino, Giappichelli, 2008, XI-344, spec. p. 223, ma anche *passim*; A. DACCÒ, "Diritti particolari" e recesso dalla s.r.l., Milano, Giuffrè, 2013, pp. XIV-162, spec. pp. 119-142, ma anche *passim*; e da ultimo, a proposito delle questioni sollevate dall'implementazione della disciplina del cd. "bail-in" bancario, M. MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 991-1025, spec. pp. 1003-1007. Nel contesto del dibattito sulla clausola di trascinamento, il tema si è riproposto: i "meccanismi" sarebbero infatti volti a prevenire un'"espropriazione tra privati" di una parte del valore attuale della partecipazione, laddove però basti sul punto rinviare alle lapidarie osservazioni di C. ANGELICI, *Fra mercato e società*, cit., p. 58, nt. 82 e testo corrispondente, il quale Autore afferma causticamente di "non sap[er] dare [al richiamo al tema dell'espropriazione e, quindi, alle relative disposizioni costituzionali] se non un significato soltanto retorico".

<sup>412</sup> Su cui cfr, per lucide osservazioni formulate con riferimento al tema delle operazioni di riscatto della partecipazione ma agevolmente estensibili, in massima parte anche al tema qui considerato, G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, Giappichelli, 2013, XI-305, spec. pp. 211 ss., ove anche ampi riferimenti di giurisprudenza e bibliografia.

<sup>413</sup> Che per vero sembrerebbe celare, sotto mentite spoglie, il tema della intangibilità dello *status socii*, che la letteratura da ormai un decennio ha sottolineato, (specialmente) in costanza di vigenza del nuovo diritto societario, essere inconfigurabile (cfr. in tema A. AMATUCCI, *La scuola del diritto commerciale di Alessandro Graziani e "Le situazioni soggettive dell'azionista" di Enzo Buonocore*; R. COSTI, *Enzo Buonocore: un classico della dottrina commercialistica*; M. LIBERTINI, *Note di lettura: "Le situazioni soggettive dell'azionista" di Enzo Buonocore*; G.M. RIVOLTA, *Vincenzo Buonocore e lo studio delle situazioni giuridiche soggettive dell'azionista*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. – rispettivamente – 285 ss., 308 ss., 315 ss. e 323 ss.), ma che (come rilevato da G.A. RESCIO, *dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza dell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur. comm.*, 2012, II, pp. 1050 ss.) certe prese di posizione degli interpreti tendono a "ripresentare" sotto forma di "diritto alla conservazione dell'investimento".

<sup>414</sup> Dal primo punto di vista, cfr. le notazioni sul punto svolte da L. ENRIQUES, *Quanto è armonizzato il diritto societario europeo?*, in G. CARCANO - M. VENTORUZZO (a cura di), *Regole del Mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore - Atti del convegno di Venezia 13-14 novembre 2015*, Milano, Giuffrè, 2016, pp. XLIV-692, pp. 149 ss., spec. pp. 164-166, ove il rilievo, pur se svolto *en passant*, secondo cui la giurisprudenza aveva infatti quasi adombrato la possibile incompatibilità con la nozione di contratto di società delineata dal codice di una regola statutaria volta ad attribuire alla maggioranza il potere unilaterale di determinare "la radicale alterazione della stessa struttura del rapporto sociale, comportante la pluralità di apporti per l'esercizio comune dell'impresa". Dal secondo punto di vista, invece, cfr. P.

procedere all'inserimento della clausola *de qua* in statuto a semplice maggioranza<sup>415</sup>.

Non è però qui neppure astrattamente immaginabile andare oltre la mera enunciazione di tali tematiche per più pragmaticamente (e realisticamente) dedicarsi alla delineazione della disciplina della co-vendita da trascinamento nei limiti strettamente rilevanti ai fini che qui importano. Ci si limiterà, invece, a guardare alla disciplina della co-vendita da trascinamento come alla funzione di due regole basilari che, pur direttamente concernendo per diritto vivente la clausola di trascinamento, inevitabilmente finiscono per governare l'operazione scaturente dal potere che tale clausola vale a fondare.

Una prima regola discende dalla riconduzione della clausola di trascinamento, principalmente per via dell'assimilazione ad altre clausole comportanti l'effetto del disinvestimento "forzato", nel perimetro di applicazione del principio di equa valorizzazione della partecipazione forzatamente dismessa.

---

MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 303 ss., spec. p. 317, ove il richiamo, potenzialmente concernente anche la clausola di trascinamento, alle regole private che condizionano il modo di essere dell'interesse sociale; ma anche, per qualche spunto sugli elementi che meriterebbero di essere considerati per apprezzare le specificità dell'interesse sociale nel contesto delle *venture capital-backed firms* e quindi nell'ottica della valutazione dell'incidenza di certe pattuizioni sul modo di essere dello stesso interesse sociale, S. KÜHL, *Konturen des Exit-Kapitalismus: Wie Risikokapital die Art des Wirtschaftens verändert* (2002), in *Leviathan* 30, pp 195 ss. (ove una utile sintesi del ragionamento svolto nel più ampio lavoro monografico pubblicato dello stesso autore in tema e importanti spunti di riflessione ai fini della concettualizzazione dell'interesse sociale nelle *venture capital-backed firms*).

<sup>415</sup> Per una panoramica delle posizioni emerse in seno a notariato, giurisprudenza e letteratura, cfr. N. DE LUCA - M. FERRANTE, *cit., loc. ult. cit.* Alla questione, comunque, tende a darsi soluzione positiva, sempre muovendo dall'assunto che si tratti in fondo di introdurre una clausola disciplinante un'operazione non dissimile dalle operazioni di riscatto della partecipazione: cfr. nuovamente G.A. RESCIO, *Regolamentazionecit., passim*, il quale Autore ritiene che possa procedersi all'introduzione a maggioranza purché non comporti effetti discriminatori tra i soci e sia strutturata in modo tale da garantire l'equa valorizzazione della partecipazione e la ripartizione proporzionale del premio di controllo; ma anche R. COSTI, *Enzo Buonocore, cit.*, p. 308, il quale Autore ammette la possibilità di un'emendazione statutaria a semplice maggioranza e, sul presupposto che si tratti di un limite alla circolazione, ritiene che al socio dissenziente di una società per azioni sia quindi fatto diritto di poter recedere.

Tale regola, che peraltro si è prestata a molteplici applicazioni ulteriori<sup>416</sup>, prevede che la validità della detta clausola sia subordinata alla previsione di “adeguati meccanismi di valorizzazione della partecipazione forzosamente dismessa”<sup>417</sup> (appresso, talora, per comodità espositiva, la “regola sul *design*”).

Una seconda regola invece discende dalla circostanza che, in base alla ricostruzione civilistica che appare preferibile<sup>418</sup>, la clausola di

---

<sup>416</sup> Ci si è infatti ad essa richiamata, ad esempio, anche al fine di dare soluzione alle questioni correlate a un’operazione incentrata sulla distribuzione ai soli azionisti di risparmio di un dividendo privilegiato straordinario con contestuale conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie. Cfr. R. SACCHI, Parere *pro veritate* reso in data 3 agosto 2016 “in tema di legittimità di un’operazione di distribuzione agli azionisti di risparmio di Italmobiliare del dividendo privilegiato straordinario e di conversione obbligatoria con riguardo ai profili concernenti i diritti dei titolari di azioni di risparmio”, liberamente consultabile sul sito della società Italmobiliare s.p.a. all’indirizzo <[www.italmobiliare.it](http://www.italmobiliare.it)>, spec. pp. 4-7, ove, sul duplice presupposto che la distribuzione del dividendo privilegiato sarebbe risultata vantaggiosa per gli azionisti di risparmio ma avrebbe al tempo stesso ridotto il valore delle partecipazioni e che “l’impatto della distribuzione ... [avrebbe avuto] effetti non dissimili, sul piano sostanziale, da quelli derivanti dalla clausola di riscatto o di trascinamento ...”, si conclude, proprio sulla base della giurisprudenza in tema di co-vendita da trascinamento e operazioni di riscatto della partecipazione, nel senso di dire plausibile la scelta di decidere sulla prospettata operazione a semplice maggioranza, ma solo “in presenza del riconoscimento del diritto di recesso”.

<sup>417</sup> Il linguaggio non ha una chiara paternità (se ne trovano per esempio tracce in G.B. PORTALE - A. DACCÒ, *Criteri e modalità “penalizzanti” per il recesso del socio di minoranza nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, I, pp. 22 ss., spec. pp. 24 e 27; ma, per quanto consta, è stato impiegato più diffusamente a seguito delle prese di posizione del notariato milanese di cui si dirà a breve: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 25.2.1.

<sup>418</sup> Le soluzioni alternative proposte sono tre, ma sono tutte da considerarsi in linea di massima recessive rispetto a quella che riconduce la clausola di trascinamento – recte: la fase di attuazione del rapporto da essa nascente – al mandato perché tale figura è a ben vedere l’unica in grado di valorizzare – come notato da A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, *cit.*, pp. 249 ss. – l’elemento “gestorio” che caratterizza il potere di provocare la co-vendita da trascinamento. Una prima è l’opzione di acquisto a favore del terzo concessa a quest’ultimo dal socio di minoranza sospensivamente condizionata alla ricezione, da parte del socio di maggioranza, di un’offerta da parte del terzo e al mancato esercizio (ove consti) del diritto di prelazione previsto a favore del socio di minoranza. Una seconda è l’opzione di acquisto per persona da nominare, di talché sarebbe il socio di maggioranza a riservarsi il potere di indicare il soggetto che acquisterà la partecipazione sociale del socio di minoranza, secondo uno schema in virtù del quale l’offerta del terzo rappresenterebbe un atto di formale accettazione della nomina effettuata dal socio di maggioranza ai sensi dell’art. 1403 c.c. Una terza opzione rappresentata dal contratto preliminare con impegno, da parte del socio di minoranza, alla conclusione, a seguito dell’accettazione dell’offerta del terzo da parte del socio di

trascinamento, pur in sé atipica, sarebbe la fonte di un rapporto la cui fase esecutiva sarebbe inquadrabile alla stregua di un mandato in *rem propriam*.

Tale regola prevede che il socio trascicante sia libero di assumere qualsiasi decisione e dunque – sembrerebbe di capire – di vendere nel momento e al prezzo che ritiene più opportuno, nei limiti imposti dal divieto di conseguire vantaggi “speciali” che non siano condivisi con il socio trascinato e dal principio di buona fede e correttezza.

Tali regole, sopra riprodotte nel loro nucleo precettivo essenziale, sono invero il precipitato dei complessi ragionamenti sul punto elaborati dal notariato, da una autorevolissima pareristica, dalla giurisprudenza (anche arbitrale) e, infine, dalla dottrina: ragionamenti che a seguire ci si propone di illustrare nel dettaglio allo scopo non soltanto di operarne una compiuta ricognizione, ma anche, in un momento successivo, di porre in evidenza una serie di elementi cui sinora non si è prestata l’opportuna attenzione e che invece non possono essere trascurati.

### 25.2.1. Il notariato, il *floor* e il recesso

La tesi secondo cui la clausola di trascinamento dovrebbe contemplare i meccanismi di equa valorizzazione è – per quanto consta – frutto di un’intuizione del notariato milanese, che la formulò nel 2005 per la prima volta<sup>419</sup> e di cui altri collegi notarili hanno nel tempo avuto modo di ribadire direttamente o indirettamente la vigenza.

---

maggioranza, di un contratto definitivo con terzo per un corrispettivo da definirsi *per relationem*, ossia in funzione del corrispettivo da quest’ultimo pagato per la partecipazione del socio di maggioranza. Su questi temi cfr. M.L. VITALI, *cit.*, p. 215, nt. 93.; e, *amplius*, E. MALIMPENSA, *L’obbligo, cit.*, pp. 379 ss.

<sup>419</sup> Massima del Consiglio Notarile di Milano del 22 novembre 2005, n. 88, rubricata “*Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l’obbligo di ‘covendita’ delle partecipazioni*”, che però merita di essere letta in stretta connessione (i) non soltanto con Massima del Consiglio Notarile di Milano del 18 maggio 2007, n. 99, rubricata “*Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto*” (art. 2437-*sexies*, c.c.) e con la Massima del 5 marzo 2013, n. 126, rubricata “*Ripartizione non proporzionale del*

Nel 2005, il notariato milanese ebbe a chiarire che la clausola di trascinamento “... dev[e] essere compatibil[e] con il principio di una equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa”<sup>420</sup>, perché al venir meno “forzato” della qualità di socio deve sempre accompagnarsi quantomeno il riconoscimento del valore attuale dell’investimento del socio che disinveste, sì come identificato dalla disciplina concernente le azioni riscattabili e l’esclusione del socio, quali “situazioni idonee a determinare, forzatamente, la perdita della qualità di socio”: situazioni, queste, con riferimento alle quali sempre “il legislatore ... si è preoccupa[to] di affermare, mediante rinvio alle modalità di determinazione del valore spettante al recedente, il diritto alla esatta soddisfazione patrimoniale”<sup>421</sup>.

Detta ferma la necessità di giudicare la validità di una clausola di trascinamento “caso per caso”, il notariato milanese pervenne allora all’esemplificativo riconoscimento – il dato è importante – “della validità e dell’efficacia ... b) della clausola che preveda l’obbligo di vendere ad un prezzo non inferiore al valore che spetterebbe in caso di recesso; c) della clausola che preveda l’obbligo di vendere partecipazioni in società per azioni senza predeterminazione di un prezzo minimo, purché sia statutariamente previsto il diritto di recesso nel caso in cui il prezzo risulti, nel caso concreto, significativamente inferiore al valore che spetterebbe in caso di recesso; d) della clausola che preveda l’obbligo di vendere partecipazioni in società a responsabilità limitata senza predeterminazione di un prezzo minimo, ma in tale caso spetta, al soggetto eventualmente tenuto a vendere per prezzo significativamente inferiore al valore che spetterebbe in caso di recesso, il diritto di esercitare il recesso medesimo”<sup>422</sup>.

---

*corrispettivo di vendita o di riscatto di partecipazioni sociali (artt. 2348 e 2468, c.c.)”; ma anche – come si avrà modo di vedere successivamente (cfr. infra, Capitolo III, sub § 31) – con le Massime del Consiglio Notarile di Milano (entrambe senza data) n. 85 rubricata “Limiti di efficacia della clausola di prelazione c.d. “impropria” negli statuti di s.p.a. (art. 2355-bis c.c.)” e n. 86 rubricata “Clausola di prelazione c.d. “impropria” negli atti costitutivi di s.r.l. e diritto di recesso (art. 2469 c.c.)”.*

<sup>420</sup> Cfr. Massima del Consiglio Notarile di Milano del 22 novembre 2005, n. 88, *cit.*, in massima.

<sup>421</sup> *Ibidem*, in motivazione.

<sup>422</sup> *Ibidem*, in motivazione, in fine.

Su posizioni per quanto qui interessa, simili o addirittura identiche, si assestarono, poi, anche altri collegi notarili, tra cui, in particolare, quello di Roma<sup>423</sup> e quello del Triveneto<sup>424</sup>, che peraltro ha più di recente ribadito la propria posizione in merito alla essenzialità del *floor* all'atto di aggiornare, nel settembre 2017, i propri orientamenti<sup>425</sup>.

---

<sup>423</sup> Sulla questione della condizione di validità della clausola di trascinamento infine si era invero soffermato anche il notariato romano, che, nel ribadire la tesi dell'essenzialità del *floor*, non esitò ad ampliare il novero delle argomentazioni richiamate a supporto dei propri orientamenti, per esempio sottolineando come “... nel sistema del diritto privato ... è opinione prevalente che non sia consentita la soggezione di una delle parti di un rapporto giuridico al mero arbitrio dell'altra”. Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, *Massima del 1 luglio 2013, n. 7, in tema di “Clausole di co-vendita e di trascinamento: tipologia e limiti di validità; e ID., Massima del 1 luglio 2013, n. 8, in tema di “Clausole di co-vendita e trascinamento: possibilità di introduzione a maggioranza”*, entrambe, con a corredo ampie motivazioni, in *Riv. not.*, 2013, III, pp. 1099 ss.

<sup>424</sup> Pur senza sempre preoccuparsi di affrontare *de visu* il tema della questione delle “condizioni di validità della clausola di trascinamento” e senza mai procedere a esemplificazioni di sorta, su posizioni – per quanto qui rileva – analoghe a quelle del notariato milanese si assestò qualche tempo dopo anche il notariato del triveneto, che, nel trattare la questione dell'inserimento a maggioranza in statuto, richiamò i “meccanismi” e ne sottolineò l'imprescindibilità. Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.I.19 in tema di “Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro”* (con riferimento alla s.p.a.); e *Massima I.I.25 in tema di “Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro”* (con riferimento alla s.r.l.). Entrambe le massime sono state originariamente pubblicate nel settembre 2006 e non recano alcuna motivazione; ma v. *infra*, nt. successiva per la segnalazione di rilevanti aggiornamenti.

<sup>425</sup> Con ragionamento valevole indipendentemente dalla circostanza che la modifica concerna lo statuto di una s.p.a. o di una s.r.l., il notariato ha infatti stabilito che le clausole di trascinamento che “non siano strutturate come un diritto di opzione [di acquisto]”, ma valgano soltanto a “[attribuire] ai soci di maggioranza [i]l diritto di porre termine all'investimento comune effettuato da tutti i soci” sono da considerarsi “introducibili nello statuto con le maggioranze richieste per la sua modifica”. Cfr. infatti CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.I.19 in tema di “Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro”* (con riferimento alla s.p.a.); e *Massima I.I.25 in tema di “Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro”* (con riferimento alla s.r.l.), nella versione aggiornata, in motivazione. Secondo il notariato, il diverso regime previsto, per quanto specificamente attiene alla possibilità o impossibilità di disporre l'introduzione della clausola di trascinamento a semplice maggioranza, si giustificerebbe in ragione della considerazione che, “[c]osì strutturate”, le clausole di trascinamento “non attribuiscono ai soci di maggioranza un diritto nuovo e individuale non previsto dall'ordinamento”,

### 25.2.2. La pareristica e il *floor*

Tra fine novembre e metà dicembre 2007 sul tema delle condizioni di validità della clausola di trascinamento si era però già sviluppata, con riferimento alla vicenda giudiziaria che sarebbe di lì a poco assunta a *leading case* in materia<sup>426</sup>, un'autorevole pareristica<sup>427</sup>.

Al centro della vicenda si collocava la Tecno s.p.a., i cui soci, I2 Capital s.p.a. e AB Partecipazioni Industriali s.p.a., erano titolari di partecipazioni azionarie rappresentative, rispettivamente, del 60% e del 40% del capitale sociale.

---

ma “*si limitano a prevedere una particolare modalità di liquidazione [della posizione] di tutti i soci*” che si attua procedendo “[al]la vendita diretta della società, anziché del suo contenuto” per effetto “*dell’esercizio di un diritto tipico già codificato: quello di deliberare a maggioranza in qualsiasi momento lo scioglimento anticipato della società*” nell’ottica di provocare un “*disinvestimento collettivo*”. All’esito di una delibera di scioglimento anticipato, infatti, i soci che non condividono tale decisione “*sono comunque costretti a subirla, vedendo mutati i loro diritti partecipativi nel diritto alla liquidazione*” della propria partecipazione. Secondo il notariato veneziano, “[q]ualora la clausola di [trascinamento] non abbia tali caratteristiche, la stessa potrà essere inserita nello statuto soltanto con il consenso di tutti i soci”. Ove pure abbia le caratteristiche richieste ai fini dell’inserimento in statuto a semplice maggioranza, “*la stessa deve [comunque] necessariamente prevedere: a) la cessione contestuale di tutte le azioni; b) che sia garantito ad ogni socio il diritto ad essere liquidato con una somma non inferiore a quella che si determinerebbe all’esito della liquidazione formale della società (dunque con una somma almeno pari a quella determinata ai sensi de[gli] art[it]. 2437-ter [o, a seconda dei casi, 2473] c.c.); c) che sia garantita la parità di trattamento tra soci*”. Cfr. ora CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.I.19 in tema di “Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro*” (con riferimento alla s.p.a.); e *Massima I.I.25 in tema di “Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro*” (con riferimento alla s.r.l.), nella versione aggiornata consultabili anche nell’articolo a firma di A. BUSANI, *Massime notarili e orientamenti professionali [in tema di] drag along (diritto di pretendere la co-vendita)*, in *Società (Le)*, 2017, pp. 1162-1167.

<sup>426</sup>Cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 25.2.3.1.

<sup>427</sup> Cfr. G.B. PORTALE, *Parere pro veritate*, cit., cui *adde* Id., *Postille al Parere pro veritate “in tema di clausola statutaria”*; F. DENOZZA, *Parere pro veritate in tema di validità di una clausola di trascinamento azionario* del 14 dicembre 2007 (i cui contenuti sono noti solo *de relato* e comunque assai parzialmente); e M. NOTARI in data 15 dicembre 2007 “[i]n tema di qualificazione e validità della clausola statutaria c.d. di “*drag-along*”, comportante l’obbligo di vendita di tutte le azioni in caso di vendita della maggioranza delle azioni della medesima società, anch’esso consultato per gentile concessione dell’Autore.



Nel marzo 2004 I2 Capital e AB Partecipazioni Industriali avevano concordato in un patto parasociale che il primo avrebbe avuto il diritto di *“offrire in vendita al terzo acquirente [anche] la [p]artecipazione [di minoranza] dell’altro socio ... ad un prezzo unitario per azione identico a quello offerto per la cessione della [propria partecipazione]”*<sup>428</sup>.

Contestualmente, I2 Capital e AB Partecipazioni Industriali avevano complementariamente previsto anche che, qualora avesse *“otten[uto] da un potenziale [t]erzo [a]cquirente una manifestazione di interesse ad acquistare una partecipazione sociale uguale o superiore alla [p]artecipazione di maggioranza”* e avesse perciò *“off[ertogli] ... la possibilità di acquistare anche la [p]artecipazione di minoranza”* con conseguente formulazione di *“un’offerta irrevocabile [di acquisto] avente ad oggetto [entrambe le partecipazioni]...”*, I2 Capital avrebbe dovuto informarne, nel rispetto di date formalità, AB Partecipazioni Industriali.

AB Partecipazioni Industriali avrebbe a quel punto dovuto esercitare entro un certo termine il diritto di prelazione in relazione alla partecipazione del socio di maggioranza oppure cedere la propria partecipazione, *“... da[ndo] corso a tutti quegli adempimenti che fossero richiesti al fine di consentire al [t]erzo [a]cquirente ... di procedere all’acquisto della ... partecipazion[e di minoranza] contestualmente all’acquisto della [p]artecipazione di maggioranza”*.

Sempre in base all’accordo parasociale, i soci si erano impegnati a trasferirne gran parte dei contenuti nello statuto, di cui pertanto nell’aprile 2004 deliberarono le opportune modifiche – anche se il precedente accordo parasociale rimase in vigore per quanto atteneva a talune clausole concernenti la *governance* della comune impresa.

Poco dopo, nel maggio 2004, I2 Capital e AB Partecipazioni Industriali conclusero poi un altro patto parasociale, in base al quale, secondo la logica tipica delle preferenze liquidatorie, era previsto che *“i proventi rinvenienti da una eventuale vendita della società sarebbero spettati: ‘quanto a euro 3.000.000,00 in proporzione alle azioni di proprietà [del socio di maggioranza e del socio di minoranza] attribuite*

---

<sup>428</sup> Cfr.G.B. PORTALE, *Parere pro veritate, cit.*, pp. 2-3.

*in esecuzione dell'aumento di capitale .... a pagamento per complessivi euro 3.000.000,00 che ciascun socio si [era] impegn[ato] a sottoscrivere in proporzione alla propria partecipazione [nella società]; quanto a ulteriori 9.100.000,00 alle sole azioni di proprietà del socio di maggioranza; [e] quanto ad ulteriori eventuali eccedenze, in misura del 50% alle azioni di proprietà [del socio di maggioranza] e [del socio di minoranza]' ...”<sup>429</sup>.*

Già nel 2007, però, i rapporti tra i soci erano irrimediabilmente degenerati. Così, nell'ottobre di quell'anno, il socio di minoranza aveva contestato al socio di maggioranza numerose violazioni degli obblighi previsti nei patti parasociali, intimandogli, di conseguenza, di impegnarsi irrevocabilmente a porre in essere una serie di comportamenti strumentali a dare puntuale adempimento agli impegni presi e minacciando la risoluzione di diritto degli accordi esistenti. Per parte sua, nel novembre 2007, il socio di maggioranza aveva contestato al socio di minoranza di aver in precedenza messo in discussione la validità dell'accordo di allocazione dei proventi della eventuale cessione dell'azienda e con ciò “manifestato la volontà ... di rendersi in futuro inadempiente al predetto accordo”<sup>430</sup>.

È a questo punto che sulla scena appare un terzo acquirente, Design Factory s.p.a., il cui consiglio di gestione è presieduto dal direttore

---

<sup>429</sup>*Id.*, pp. 4-5.

<sup>430</sup>*Id.*, p. 5, ove si legge che “risulta che, con lettera inviata in data 19 ottobre 2007, AB Partecipazioni Industriali s.p.a. ha intimato a I2 Capital s.p.a. – imputandole alcune violazioni degli obblighi previsti negli accordi parasociali del 2 marzo e del 31 maggio 2004 –, di impegnarsi irrevocabilmente a porre in essere una serie di comportamenti in adempimento agli impegni parasociali”, con l'avvertimento che “qualora entro il termine di quindici giorni dal ricevimento di questa comunicazione, non saranno state adempiute le obbligazioni che costituiscono oggetto della presente intimazione o, comunque, non saranno state definitivamente rimosse le violazioni sopra illustrate, l'accordo parasociale del 2 marzo 2004 e l'accordo del 31 maggio 2004 dovranno, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1454 c.c. ritenersi risolti di diritto”. I2 Capital s.p.a. aveva allora risposto a tale comunicazione con lettera del 2 novembre 2007, opponendo alla pretesa di AB Partecipazione un'eccezione d'inadempimento ex art. 1460 c.c., fondata sulla dichiarazione resa quest'ultima circa la ritenuta invalidità dell'accordo di spartizione dei proventi della eventuale cessione azionaria, contenuto nel patto parasociale del 31 maggio 2004, dichiarazione che – secondo I2 Capital s.p.a. – avrebbe appunto manifestato “la volontà di AB Partecipazioni Industriali s.p.a. di rendersi in futuro inadempiente al predetto accordo”.

generale della società *target*, nominato su indicazione del socio di maggioranza<sup>431</sup>.

Design Factory manifesta allora formale interesse all'acquisto del controllo totalitario di Tecno s.p.a.; e I2 Capital, in conformità agli accordi tra le parti, ne informa AB Partecipazioni Industriali, con l'avvertimento che il decorso di un certo periodo di tempo sarebbe stato considerato equivalente a una rinuncia all'esercizio del diritto di prelazione e che quindi, in tal caso, sarebbe stato tenuto a vendere anche la propria partecipazione<sup>432</sup>.

Per quanto è dato sapere, tra le condizioni dell'offerta formulata dal terzo acquirente erano previste (i) la rinuncia da parte del socio di maggioranza e del socio di minoranza a pressoché ogni credito a qualsiasi titolo vantato nei confronti della società *target* o di società da essa controllate; (ii) la rinuncia a qualsiasi diritto nei confronti del direttore generale, degli amministratori e dei sindaci della società *target* e delle società da esse controllate; (iii) l'assunzione dell'obbligo di rilasciare dichiarazione di manleva ed indennizzo rispetto a qualsiasi pretesa della società *target* o di soggetti terzi nei confronti di tali soggetti per un importo per ciascuno di essi, a €5.000.000,00; (iv) l'assunzione dell'obbligo a far sì che l'assemblea della società *target* deliberasse la rinuncia all'esercizio di qualsiasi azione di responsabilità nei loro confronti, con la sola eccezione delle condotte dolose o gravemente colpose; (v) la concessione a I2 Capital e AB Partecipazioni Industriali di un diritto di opzione per l'acquisto delle quote rappresentative dell'intero capitale sociale di una società interamente controllata dalla società *target*, in proporzione alla partecipazione posseduta nel capitale della società *target*<sup>433</sup>.

Constatato il decorso dei termini di cui alla *denuntiatio*, I2 Capital concluse allora il contratto di trasferimento dell'intero capitale sociale di Tecno con Design Factory: a tale vicenda si riferisce la pareristica di cui a seguire si dà conto.

---

<sup>431</sup> *Id.*, p. 4.

<sup>432</sup> *Ibidem.*

<sup>433</sup> *Id.*, pp. 6-7.

### 25.2.2.1. Validità condizionata alla previsione del *floor*

In base a una prima impostazione<sup>434</sup>, la clausola di trascinamento era stata considerata invalida perché carente sotto il profilo del *design*.

Pur “naturalmente” parasociale, la clausola di trascinamento che sia stata inserita nello statuto si colora – si legge nel parere – di una valenza sociale che impone di farla oggetto di una disamina alla luce dell’ordinamento societario nel suo complesso<sup>435</sup>: disamina che però

---

<sup>434</sup> Cfr. G.B. PORTALE, *Parere pro veritate, cit.*; e ID., *Postille, cit.* Il quesito al quale l’Autore era stato chiamato a rispondere concerneva la “sufficienza” dei contenuti della *denuntiatio* con cui I2 Capital s.p.a. aveva comunicato a AB Partecipazioni Industriali di avere ricevuto un’offerta di acquisto da parte di Design Factory s.p.a., che l’Autore ritiene affetta da oggettive carenze contenutistiche: *Id.*, pp. 8-12. Tuttavia, l’analisi contenuta nel parere affronta apertamente, oltre al tema della invalidità della clausola di trascinamento alla luce del diritto societario, (a) quello della invalidità della medesima clausola alla luce del diritto civile, (b) quello della configurabilità di un esercizio abusivo del diritto di trascinamento da parte di I2 Capital s.p.a; e, pur incidentalmente, (c) quello della invalidità del patto parasociale disciplinante la allocazione “privilegiata” dei proventi della vendita della società: cfr. *Id.*, rispettivamente, pp. 28-34, 34-37 e 35.

<sup>435</sup> L’Autore è dell’idea che, siccome volta a “*regola[re] una vicenda tutta puntata e centrata sugli “interessi patrimoniali personali” e contingenti dei soci, priva della benché minima rilevanza sul piano dell’interesse sociale*”: cfr. G.B. PORTALE, *Postille, cit.*, p. 27; ma v., *amplius*, anche pp. 27-28, ove anche la precisazione secondo cui tale caratterizzazione discenderebbe dal fatto che la clausola di trascinamento “*mira ... a consentire la massimizzazione del profitto del socio di maggioranza ove un terzo si rivolga al medesimo per acquistare l’intero capitale sociale ovvero anche, secondo le circostanze, a garantire lo smobilizzo della partecipazione di minoranza qualora il socio di maggioranza intenda cedere il proprio pacchetto azionario*”. Per tale ragione, la clausola di trascinamento – secondo l’Autore – trova collocazione “tipica” nei patti parasociali: cfr. G.B. PORTALE, *Parere, cit.*, pp. 12-13. Al tempo stesso, ove inserita in statuto, la clausola di trascinamento assurge perciò solo – secondo l’Autore – a parte integrante della disciplina dell’organizzazione societaria e merita, di conseguenza, di essere esaminata alla stregua dell’ordinamento societario: cfr. G.B. PORTALE, *Postille, cit.*, pp. 8-10, ove l’esposizione della tesi secondo cui, se inserita in statuto, la clausola di trascinamento ha valenza sociale e merita di essere analizzata alla luce del diritto societario; e secondo cui, ancorché inserita in statuto, una clausola statutaria – e dunque anche una clausola di trascinamento statutaria – può comunque essere analizzata alla luce del diritto comune dei contratti “*là dove la clausola inserita nello statuto mantenga la sua attinenza ad un ambito (di efficacia) estraneo al contesto formale in cui si trova: e ciò accade, in particolare, quando la clausola si attegga a regola vincolante soltanto determinati soci ...*”. Sul punto, cfr. G.B. PORTALE, *Parere, cit.*, p. 13; ma anche, per talune precisazioni, G.B. PORTALE, *Postille, cit.*, pp. 7-15.

conduce, anche a voler tacer d'altro<sup>436</sup>, all'isolamento di taluni vincoli conformativi che, ove ignorati, lascerebbero affiorare "... una distanza incolmabile rispetto alle richiamate direttive di tutela espresse dal legislatore" e, quindi, a un ineluttabile giudizio "in termini di invalidità"<sup>437</sup>.

In base a questa impostazione, dubbi in merito alla invalidità della clausola di trascinamento potrebbero, tra l'altro<sup>438</sup>, basarsi sulla osservazione delle modalità di determinazione delle utilità spettanti al socio trascinato. Infatti, pur non trattandosi "in senso tecnico, [di] una ... clausola di riscatto" per via del "puntualizzarsi del diritto all'acquisto ... in capo al terzo e non alla società ovvero al socio" e della mancata specificazione "di una ragione del riscatto idonea a impedire

---

<sup>436</sup> Ci si riferisce ai dubbi avanzati dall'Autore in ragione della dubbia compatibilità del "diritto particolare" che la clausola di trascinamento vale ad attribuire "alla persona di un singolo socio..." e che imprime alla partecipazione "una connotazione personalistica ... " che risulta certamente "contraria al carattere capitalistico della s.p.a.". cfr. G.B. PORTALE, *Parere, cit.*, pp. 13-14; ma anche, *amplius*, ID., *Postille, cit.*, pp. 15-22 (ove pure l'esplicitazione delle ragioni per cui non potrebbe farsi luogo a convenzione della clausola statutaria nulla in una valida pattuizione parasociale).

<sup>437</sup> G.B. PORTALE, *Parere, cit.*, p. 28.

<sup>438</sup> Sul piano della conformazione della clausola di trascinamento, l'Autore sottolinea, in primo luogo, come un profilo di problematicità derivi dalla circostanza che il presupposto legittimante l'esercizio del diritto di trascinamento sia stato individuato facendo generico riferimento a una offerta irrevocabile da parte di un terzo acquirente: *in parte qua*, una clausola di trascinamento così conformata risulta – secondo l'Autore – affetta da "indeterminatezza" in punto di individuazione delle situazioni in cui un socio può essere costretto a disinvestire. A dispetto del "tendenziale superamento ... del dogma dell'esistenza ... di un diritto intangibile dell'azionista allo status di socio", le "... ipotesi di soppressione della qualità di socio contro la volontà dell'interessato" continuano ad avere "... carattere eccezionale" e – si legge nel parere – sono comunque "legate a determinate condizioni di legittimità": cfr. G.B. PORTALE, *Parere, cit.*, pp. 16-17, ove il richiamo alle disposizioni di cui agli artt. 1355, 2344, 2345, 2473-bis, 2610, c. 2, c.c.; 111, TUF; e 24, Cost.; ma anche ID., *Postille, cit.*, pp. 22-23, ove la specificazione secondo cui una qualsiasi clausola statutaria fondante il potere di un socio di determinare l'uscita dell'altro socio debba essere conformata in modo tale da "prevedere in termini rigorosi, i presupposti obiettivi di esercizio ...", che devono pur comunque essere "indefettibilmente ancorati alle caratteristiche ed esigenze dell'attività comune ... e non invece unicamente ai soci". Tanto ciò è vero – conclude sul punto l'Autore – che la letteratura specialistica concorda nel ritenere che la disciplina del riscatto azionario sia tale da precludere *ab ovo* la possibilità di attribuire a un socio un potere di riscatto *ad nutum*: sul punto cfr. ancora G.B. PORTALE, *Parere, cit.*, pp. 17-19). Altrimenti opinando, quel potere – aggiunge l'Autore – sarebbe in grado di "integra[re] una forma convenzionale di 'espulsione' del socio dalla società ... affidata all'arbitrio dell'altro socio": così, G.B. PORTALE, *Postille, cit.*, p. 4.

*l'espressione di una decisione arbitraria*<sup>439</sup>, la clausola di trascinamento comunque *“finisce (seppur seguendo un percorso strutturalmente originale) con il sortire gli effetti di una clausola statutaria di c.d. riscatto azionario*<sup>440</sup>.

Della *“clausola statutaria c.d. di riscatto azionario”*, allora, la clausola di trascinamento attrae inevitabilmente la disciplina, che, proprio nella prospettiva di apprestare di una *“ampia tutela”* al socio il quale subisca il riscatto delle proprie azioni<sup>441</sup>, stabilisce, però, che ai fini della determinazione delle utilità di tali azionisti applichino i criteri previsti per la determinazione del valore delle azioni in caso di recesso<sup>442</sup>: criteri la cui derogabilità, già predicabile entro strettissimi limiti per ragioni attinenti alle esigenze di protezione del socio che abbia volontariamente abbandonato la società, non è certo ampliabile *“per il caso di riscatto azionario”*, dal momento che, diversamente da quanto è a dirsi per le ipotesi di recesso, *“nell'ipotesi di riscatto lo stesso socio si trova in una posizione puramente passiva, assoggettato com'è ad una determinazione altrui”*<sup>443</sup>; e che, di conseguenza, l'esigenza di predeterminare le regole utili alla quantificazione delle utilità spettanti al socio *“riscattato”* è ancora più percepibile.

Del resto, solo ammettendo che l'ordinamento contempli un collegamento tra disinvestimento *“forzato”* e necessità di una formale esplicitazione dei criteri utili alla determinazione delle utilità spettanti al socio *“costretto”* a disinvestire è possibile far luce sulla *“scelta di sistema”* di *“circondare di cautele i meccanismi di uscita forzata del socio dalla società”*<sup>444</sup>, di cui offre una conferma *“la ... disciplina del diritto di acquisto coattivo ... accordato ... al soggetto che venga a*

---

<sup>439</sup> cfr. G.B. PORTALE, *Parere, cit.*, pp. 19-20.

<sup>440</sup> *Id.*, p. 20.

<sup>441</sup> *Id.*, p. 20.

<sup>442</sup> *Id.*, pp. 20-21.

<sup>443</sup> *Id.*, p. 26.

<sup>444</sup> *Id.*, pp. 26-27.

*detenere la quasi-totalità del capitale sociale a seguito di offerta pubblica di acquisto*<sup>445</sup>.

Tale disciplina, infatti, “... prevede imperativamente una procedura e criteri garantistici tesi ad assicurare, ex ante, l’adeguata valutazione della partecipazione del socio costretto ad ‘uscire’ dalla società”. Ciò accade perché, similmente a “quanto in concreto viene a realizzarsi con la clausola [di trascinamento]”<sup>446</sup>, per determinare il “prezzo di riscatto, non [sarebbe stato] evidentemente possibile rimettersi ad una scelta dell’acquirente, nemmeno richiamando il corrispettivo promesso agli aderenti all’offerta”: nel contesto dell’offerta – e non anche, invece, in occasione dell’esercizio del diritto di acquisto residuale – “... si trattava di una proposta la cui valutazione era discrezionalmente lasciata agli oblati”<sup>447</sup>.

In sintesi, in base a questa impostazione, è plausibile concludere, anche solo basandosi sulle indicazioni dell’ordinamento societario<sup>448</sup>, che, a fronte di un disinvestimento forzato, la possibilità di “... garant[ire], in qualche modo, l’adeguatezza della quantificazione

---

<sup>445</sup> *Id.*, p. 27, ove l’Autore richiama testualmente il pensiero di così R. WEIGMANN, Sub art. 111, G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza. Commentario* (vol. 2), Torino, UTET, 2002, pp. X-1200, spec. p. 939 s.

<sup>446</sup> *Id.*, p. 27.

<sup>447</sup> *Id.*, p. 27 (richiamandosi testualmente alla dottrina in materia, che però aveva formulato il proprio ragionamento a margine della allora vigente disposizione secondo cui “[i]l prezzo di acquisto [avrebbe dovuto essere] fissato da un esperto nominato dal presidente del tribunale del luogo ove la società emittente ha sede, tenuto conto anche del prezzo dell’offerta e del prezzo di mercato dell’ultimo semestre”).

<sup>448</sup> In realtà, l’Autore svolge anche ampie considerazioni per quanto attiene alla configurabilità di una ulteriore “anomalia dell’aspetto relativo alle ‘modalità’ di individuazione delle condizioni di prezzo imposte ... al socio di minoranza”, perché, “sul piano puramente civilistico”, appare chiaro come “[la clausola di trascinamento]... vincol[li] il socio [trascinato] ‘ora per allora’ a trasferire la propria partecipazione ad un soggetto terzo puramente e semplicemente al prezzo che questi individuerà nella sua offerta, mercé la semplice accettazione della stessa [offerta] da parte del solo socio [trascinante], nell’ambito di un processo decisionale al quale [il primo] resta estraneo” e che “perciò stesso risulta marcato ... da una stretta unilateralità” in considerazione della quale deve concludersi che la clausola di trascinamento “non assolve ai requisiti necessari per integrare, almeno in grado minimo, il canone di determinatezza o determinabilità dell’oggetto del contratto (e, quindi, anzitutto, della prestazione e della controprestazione caratterizzanti lo stesso) imposto dall’art. 1346 c.c.”: *Id.*, pp. 28-34.

*operata*<sup>449</sup> dipenda dalla esplicita formalizzazione di criteri utili ad assicurare l'equa valorizzazione della partecipazione del socio trascinato; e che, pertanto, una clausola di trascinamento che non si conformi a tali direttive "redazionali" sia da considerarsi invalida.

#### 25.2.2.2. Automatica applicazione del principio di equa valorizzazione

In base a una pareristica di poco successiva ma altrettanto autorevole<sup>450</sup>, la clausola di trascinamento dovrebbe invece dirsi valida indipendentemente dal rispetto dei vincoli conformativi enucleabili sulla scorta della olistica considerazione dell'ordinamento societario.

Sebbene per lungo tempo inserita prevalentemente in patti parasociali, non può certo escludersi *a priori* che la clausola possa comunque avere natura autenticamente sociale: a deporre in favore del riconoscimento della natura sociale della clausola di trascinamento è, anche a voler ignorare altri dati<sup>451</sup>, il fatto che essa "*si caratterizza ... per [un] oggetto*" che "*verte sul trasferimento delle azioni ...*" e che allora induce a "*... colloc[arla] nel medesimo genere di clausole statutarie che disciplinano la circolazione delle azioni*"<sup>452</sup>, la cui rilevanza sociale è "*ora innegabile*"<sup>453</sup>.

---

<sup>449</sup> *Id.*, pp. 27-28.

<sup>450</sup> Cfr. Prof. M. NOTARI, *Parere pro veritate, cit.*

<sup>451</sup> A sostegno della tesi della natura sociale della clausola di trascinamento l'Autore adduce anche la considerazione "*della struttura della clausola stessa*": "*[e]ssa ... detta una regola statutaria rivolta indistintamente a tutte le azioni in cui è suddiviso il capitale sociale in forza della quale sorgono diritti e altre situazioni giuridiche soggettive, attive e passive, astrattamente applicabili a tutte le azioni (e quindi in esse incorporati), sebbene la loro concreta e attuale sussistenza è subordinata al superamento o meno di una determinata percentuale di possesso di azioni da parte del medesimo soggetto*" (sicché – si legge a seguire – "*i diritti derivanti dalla clausola ... sono qualificabili come "diritti di quota"* e – è poco dopo affermato – "*[n]on siamo pertanto di fronte a diritti "particolari" attribuiti ad un singolo socio*". Su tali aspetti cfr. *Id.*, pp. 5-7.

<sup>452</sup> *Id.*, p. 5, ove anche la precisazione secondo cui nella medesima categoria "*vanno annoverate, senza che peraltro ne esauriscano la categoria, le clausole*



Predicatane la natura sociale, la valutazione di ammissibilità della clausola non può che essere – secondo l’illustre giurista – funzione, per un verso, della considerazione “*dei diritti e delle situazioni giuridiche soggettive che da essa derivano*” e, per altro verso, di un “*confronto con gli istituti disciplinati dal diritto azionario*”<sup>454</sup>.

Se dal primo punto di vista può dirsi rilevante il diritto di provocare l’altrui disinvestimento, dal secondo punto di vista rilievo decisivo riveste invece la “*figura del riscatto di azioni, nella configurazione, ampia ma comunque definita e ormai tipizzata*” che essa assume nell’ordinamento societario vigente<sup>455</sup>: figura che, proprio in ragione della prossimità ravvisabile sul piano strutturale e effettuale rispetto alla clausola di trascinamento<sup>456</sup>, ben si presta a fungere da parametro specifico invocabile non soltanto “*... per affermar[n]e la tendenziale e astratta compatibilità ... con il diritto delle società per azioni*”<sup>457</sup>, ma altresì al fine di enucleare, senza operare distinzioni a seconda che la

---

*contenenti limiti alla circolazione ... nonché, in senso più lato, quelle che prevedono ipotesi di recesso convenzionale ..., di riscatto di azioni ... (posto che entrambe sono fonte, almeno in prima istanza, di un trasferimento delle azioni oggetto di recesso o di riscatto)”*.

<sup>453</sup> A supporto di tale conclusione l’Autore richiama “*l’esplicito riconoscimento della competenza assembleare a deliberare a maggioranza l’introduzione, la modifica e la soppressione nello statuto sociale delle clausole in questione (argomento ex art. 2437, comma 2, lett. b), c.c.), nonché la previsione della causa legale – seppur derogabile – di recesso per gli azionisti che non vi abbiano concorso. In altre parole, sia la competenza a disciplinare tali interessi, sia i rimedi derivanti dalla modifica della disciplina convenzionale di tali interessi denotano e confermano la natura genuinamente sociale di tutte le clausole statutarie che direttamente o indirettamente regolano le vicende attinenti la circolazione delle azioni...*”. Su tali aspetti, cfr. *id.*, pp. 5 e 6.

<sup>454</sup> *Id.*, p. 7.

<sup>455</sup> *Id.*, p. 7.

<sup>456</sup> *Id.*, pp. 7-8, ove, ad illustrazione delle ragioni dell’accostamento, l’argomento secondo cui in modo non dissimile da quanto è dato osservare nell’ipotesi in cui constino “*azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci*”, la clausola di trascinamento “*comporta il diritto o il potere di un socio ... di riscattare tutte le altre azioni della società*” e “*il trasferimento o al terzo offerente o allo stesso socio di maggioranza e immediatamente dopo al terzo acquirente*”.

<sup>457</sup> *Id.*, p. 8.

clausola di trascinamento sia incentrata su un diritto potestativo o di credito<sup>458</sup>, la disciplina cui essa merita di essere assoggettata.

Proprio in vista della enucleazione di tale disciplina, allora, quell'accostamento impone “*di procedere alla valutazione, in concreto, ... della validità della clausola*”<sup>459</sup> per quanto attiene, tra l'altro<sup>460</sup>, al profilo “*della determinazione della liquidazione ... spettante ai soci riscattati, in relazione ai criteri legali [recati dalla disciplina in tema di*

---

<sup>458</sup> *Id.*, p. 7, ove si legge anche che “[n]on è agevole qualificare [la] “coppia” di situazioni giuridiche soggettive [discendenti dalla clausola di trascinamento esaminata] in termini di “diritto di credito” versus “obbligo”, piuttosto che in termini di “diritto potestativo” versus “soggezione”, laddove però l'irrelevanza, ai fini della estensione del parere, di tale alternativa è – si spiega – funzione del fatto che, se pure dovesse ipotizzarsi che la clausola di trascinamento è “effettivamente annoverabile nella medesima fattispecie del riscatto di azioni” solo a condizione che il diritto di trascinamento ha natura potestativa, una clausola di trascinamento fondante un rapporto tra socio trascicante e socio trascinato dalla natura meramente obbligatoria rappresenterebbe “una fattispecie sì diversa, ma con effetti uguali rispetto a quelli del riscatto, con conseguente applicazione analogica della medesima disciplina ...”. Cfr. *id.*, p. 8.

<sup>459</sup> *Id.*, p. 8.

<sup>460</sup> Nel parere si presta attenzione anche al possibile profilo di invalidità scaturente dalla generica individuazione “*del presupposto in occasione del quale viene riconosciuto il potere di riscatto*”, che è considerato un falso problema per varie ragioni. In primo luogo, tale presupposto consiste in un “*evento oggettivamente determinato che richied[e] il concorso di volontà di due soggetti diversi e che comport[a] il versamento di un corrispettivo ...*”; e ciò fa sì “*che non si possa certamente parlare di arbitrio ..., né di condizione meramente potestativa*”. In secondo luogo, se anche presupposto dell'esercizio del diritto di trascinamento non fosse dunque un tale genere di evento, “*non pare del tutto scontato che ... la clausola dovrebbe necessariamente essere ritenuta in violazione di principi inderogabili del diritto civile e del diritto societario*”, perché “*è connaturato all'istituto stesso del riscatto il connotato ‘potestativo’ del diritto di chi detiene il “potere di riscatto*”. In terzo luogo, neppure si pone “*una [più specifica] questione circa l'individuazione di idonei presupposti al riscatto [azionario]*”, che il diritto societario attuale certamente consente ai soci di modulare in base ai propri desiderata fino al punto da prevedere anche un “*riscatto ad nutum*”, senza – prosegue l'Autore – che argomenti in senso contrario possano desumersi dalla pertinente disciplina europea, dato che “*rimane tutto da dimostrare ... che il riferimento alle “condizioni di riscatto” debba necessariamente intendersi nel senso dei presupposti cui l'esercizio della facoltà di riscatto [è] subordinato*”, sia perché altri legislatori hanno previsto soluzioni analoghe, sia perché – tanto nelle ipotesi in cui si faccia luogo a riscatto della partecipazione, tanto, di conseguenza, nelle ipotesi in cui si faccia luogo a una co-vendita da trascinamento – l'esigenza di protezione del soggetto cui viene imposto di cedere le proprie partecipazioni è soddisfatta mediante quella parte di disciplina che fissa i criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni oggetto di riscatto. Su questi aspetti, cfr. *id.*, pp. 9-12.

*recesso]*<sup>461</sup>, il cui richiamo, pur parziale<sup>462</sup>, vale a “... *impo[rr]e... il rispetto del principio ... di equa valorizzazione*” non soltanto nel caso di recesso (“*quando l’exit del socio è la reazione ad una decisione non condivisa o la cessazione di un rapporto a tempo indeterminato*”) e nel caso “*di riscatto*” (“*quando l’exit del socio è addirittura deciso dal soggetto titolare del relativo potere*”); ma, per generalizzazione, “... *in tutti i casi in cui l’exit sia determinato non già da una vera e propria causa di recesso o riscatto, bensì da una clausola concernente (in senso lato) la circolazione delle azioni*”<sup>463</sup>.

D’altro canto, se la scelta di identificare un “*criterio legale*” può spiegarsi in considerazione dell’esigenza di identificare una “... *soglia minima cui i soci ‘riscattati’ possano appellarsi, eventualmente richiedendo la valutazione da parte dell’esperto di nomina giudiziale*”<sup>464</sup>, la circostanza che una clausola di trascinamento “*non rinvi[i] espressamente*” a esso, ma “*dett[i] un criterio oggettivo di determinazione del corrispettivo dovuto ai soci riscattati ... lasciando nel silenzio l’applicabilità del criterio minimo*” non è però sufficiente a far automaticamente emergere un contrasto con la disciplina positiva per almeno due ragioni<sup>465</sup>.

In primo luogo, una clausola di trascinamento che non richiami espressamente i criteri di cui si è detto “*non indentifica un criterio convenzionale di liquidazione delle azioni che sia di per sé in contrasto*

---

<sup>461</sup> *Id.*, p. 9.

<sup>462</sup> *Id.*, p. 13, ove il richiamo alle disposizioni di cui all’art. 2437-ter, cc. 1, 2, 3 5 e 6, c.c.

<sup>463</sup> Cfr. *id.*, p. 13, ove a seguire anche il richiamo esemplificativo “[*al*]la c.d. clausola di prelazione impropria ... o [*al*]la stessa clausola di [*trascinamento*]...”.

<sup>464</sup> Cfr. *id.*, p. 13 (in fine).

<sup>465</sup> In realtà, nel parere si spiega che neanche la carenza di una esplicita previsione della competenza del consiglio di amministrazione a quantificare le utilità spettanti al socio trascinato può incidere sulla *compliance* della clausola di trascinamento con la disciplina del riscatto azionario e inficiarne la validità: nelle operazioni di riscatto della partecipazione difettano i presupposti per un intervento di tale organo e, pertanto, non avrebbe senso esigere che i soci vi si richiamino. Al riguardo, cfr. *id.*, p. 14, sub b).

con il criterio legale<sup>466</sup>: la disciplina legale, infatti, ammette deroghe che non si risolvono nell'introduzione di criteri "idonei a determinare l'attribuzione di valori significativamente inferiori a quelli derivanti dall'applicazione delle regole legali in tema di recesso"<sup>467</sup>, di guisa che il criterio identificato dalla clausola di trascinamento non potrebbe di per sé dirsi *de jure condito* problematico.

In secondo luogo, "al mancato richiamo, nella clausola statutaria [di trascinamento] del criterio legale [contemplato dalla disciplina del recesso] ..." è possibile ovviare tramite una semplice integrazione suppletiva del regolamento contrattuale: l'ordinamento non richiede, infatti, "un espresso ossequio formale da parte della clausola statutaria, affinché trov[i] applicazione" quella disciplina, che, in quanto racchiusa in una "disposizione normativa inderogabile, ... si applica in forza dell'esplicito richiamo normativo"<sup>468</sup>, senza che si renda necessario richiamarla o riprodurla.

### 25.2.3. La giurisprudenza, il *floor* e la prelazione

Tra il 2008 e il 2017 la clausola di trascinamento fu poi sottoposta al vaglio della giurisprudenza, anche arbitrale.

---

<sup>466</sup> Specialmente ove sia contemplato anche un diritto di prelazione, dal momento che, ferma restando – sottolinea l'Autore – l'esigenza di non sopravvalutare le capacità efficientistiche di tale meccanismo, a fronte di un'offerta inferiore al valore della propria partecipazione, "[il socio trascinato] avrebbe interesse ad acquistare [la partecipazione] del socio [trascinante]": su questo aspetto, cfr. *id.*, p. 14, soprattutto nt. 15.

<sup>467</sup> *Id.*, p. 14, sub a).

<sup>468</sup> *Id.*, pp. 14-15, sub c).

### 25.2.3.1. Validità condizionata alla previsione del *floor*

A finire al vaglio dei giudici fu in primo luogo la vicenda già oggetto della pareristica di cui si è dato atto e di cui a seguire si illustrano sinteticamente gli strascichi giudiziari conseguenti, in particolare, del terzo acquirente e del socio di maggioranza, in qualità di socio trascinate, al fine di dare atto degli approdi cui la giurisprudenza è pervenuta.

Design Factory s.p.a., quale terzo acquirente, adì la magistratura civile per chiedere il sequestro della partecipazione del socio trascinato innanzi, sul presupposto dell'intervenuta conclusione di un valido negozio di trasferimento di tutte le partecipazioni della società *target* o quantomeno dell'insorgenza in capo al socio trascinato di un obbligo traslativo della propria partecipazione.

Senza assumere posizione in merito al tema della qualificazione della clausola come limite alla circolazione della partecipazione, la corte rigettò il ricorso in ragione dell'assorbente considerazione della radicale nullità della clausola di trascinamento.

A motivazione del proprio *decisum* la corte addusse il parallelo con riferimento ad altre vicende di disinvestimento “forzato” e della conseguente “*necessità che sia individuata in concreto, secondo parametri obiettivi minimamente predeterminati, una valutazione economica adeguata della partecipazione soggetta a dismissione, in [coerenza] con il sistema del diritto societario che sempre si preoccupa – in armonia con i principi costituzionali ... – a fronte di diritti potestativi del socio o della società ... stabiliti anche in considerazione di esigenze organizzative della società stesse, di individuare parametri rilevanti a seconda dei contesti per attribuire un valore non arbitrario all'azione*”.

Secondo la corte<sup>469</sup>, il cui *dictum* fu poi indirettamente rafforzato da due altre decisioni successive<sup>470</sup>, il riconoscimento della validità di

---

<sup>469</sup> Cfr. Trib. Milano, 1 aprile 2008 (ord.), in *Società* (Le), 2008, pp. 1373 ss., con appresso nota (tendenzialmente) adesiva di C. DI BITONTO *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*; in *Giur. comm.*, 2009, II, pp. 1029 ss., con a seguire nota (in buona parte) adesiva di L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*; in *Riv. dir. soc.*, 2010, pp. 370 ss., con nota (pressoché *in toto*) critica di E.

---

MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*; in *Riv. dir. comm.*, 2010, II, pp. 124 ss., con commento (parzialmente) critico di L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola drag along* (consultato nel formato elettronico disponibile nella banca dati della Rivista e senza indicazione dei numeri di pagina).

<sup>470</sup> Da quel momento in poi non vi furono altre controversie in cui la questione delle condizioni di validità della clausola di trascinamento assurse a oggetto principale del decidere. Nondimeno, il medesimo tema venne incidentalmente in rilievo in due occasioni in cui la questione principale concerneva la possibilità di procedere all'introduzione della clausola di trascinamento in statuto *durante societate* a semplice maggioranza. Più precisamente si trattava di due ricorsi proposti *ex art.* 2436, c.c. Nel primo caso, la corte ebbe a considerare la questione della validità della delibera con cui il socio di maggioranza aveva disposto l'emendazione dello statuto di una s.p.a. Pur senza soffermarsi apertamente sulla questione delle condizioni di validità della clausola di trascinamento, il tribunale, che questa volta non esitò esplicitamente a qualificare tale pattuizione alla stregua di limite alla circolazione della partecipazione, a motivazione della propria decisione di negare che potesse procedersi nel senso auspicato dal socio di maggioranza richiamò esplicitamente il parallelo con la clausola di riscatto. Pertanto, secondo la corte, siccome in base agli orientamenti notarili e a una precedente pronuncia pretoria la modifica statutaria avrebbe potuto dirsi possibile soltanto all'unanimità o comunque non senza il consenso del socio "riscattabile", l'emendazione statutaria controversa nel caso di specie sarebbe stata possibile solo a condizioni analoghe: cfr. Trib. Milano, 25 marzo 2011, in *Riv. dir. soc.*, 2011, II, 653 ss., con commento di E. MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*; in *Giur. comm.*, 2012, II, pp. 1050 ss., con (nella parte che qui rileva) adesivi di G.A. RESCIO, *Regolamentazione, cit.*, e M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*; in *Banca bor. tit. cr.*, 2013, II, pp. 59 ss., con a seguire ampia nota adesiva (ma con precisazioni di sostanza) di N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accordamento e trascinamento (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*. Per quanto qui interessa, è importante sottolineare che, pur senza esplicitamente assumere posizione sulla rilevanza del *floor* e, più in generale, sulla pregnanza della regola sul *design*, la corte, avallando il parallelo con il riscatto, implicitamente subordinò il dato dell'essenzialità di presidi utili a proteggere il socio trascinato dal noto rischio di un'espropriazione. Nel secondo caso, invece, alla corte si impose di decidere una controversia attinente all'iscrivibilità di una delibera assunta a maggioranza che disponeva la multipla emendazione dello statuto di una s.r.l., in cui *inter alia* si intendeva inserire una clausola di trascinamento. Pur ritenendo che la flessibilità della disciplina della s.r.l. in linea di principio non precluda ai soci di procedere all'inserimento di una clausola di trascinamento, la corte, senza affatto escludere che ci si trovi al cospetto di un limite alla circolazione della partecipazione e anzi richiamandosi sia alla precedente elaborazione pretoria sia alla massima del primo notariato, ebbe a negare l'iscrizione della delibera nel registro delle imprese in ragione della ravvisata carenza del *floor*. La corte infatti ritenne quel presidio "*indispensabile*", perché – è appena il caso di riprodurre testualmente l'argomento elaborato dal tribunale – "[in base all]l'ispirazione della riforma del 2003, le previsioni in tema di equa valorizzazione delle quote (espressamente richiamate in materia di diritto di riscatto, di esclusione statutaria, di imposizione di limiti alla circolazione delle azioni e delle partecipazioni), come già l'ampia previsione di facoltà di recesso, ben lungi dal porsi come disposizioni di carattere eccezionale, risultano piuttosto espressione di un principio generale di necessario contemperamento dell'accresciuto potere attribuito

una clausola da trascinamento priva di *floor* avrebbe “*paradossalmente*” comportato la trasformazione di “... *un obbligo di dismissione ... pattuito perché funzionale alla migliore possibilità di realizzazione della quota ... in [potenziale fonte di] un danno per il socio [trascinato]*”.

#### 25.2.3.2. Validità incondizionata e rilevanza della componente fiduciaria

Circa un anno più tardi la vicenda fu poi decisa nel merito da un ormai famigerato lodo arbitrale, emesso all’esito del giudizio avviato – come accennato – dal socio trascinante<sup>471</sup>, I2 Capital s.p.a., sulla scorta di una clausola contenuta in un patto parasociale.

A selezione degli articolati contenuti del provvedimento *de quo*, basti qui segnalare solo quelli più immediatamente rilevanti nella

---

*alla maggioranza assembleare e come tale possono-devono reputarsi suscettibili di ampia applicazione analogica*”. Cfr. Trib. Milano, 22 dicembre 2014 (decr.), in *Società (Le)*, 2015, pp. 955 ss., con commento (per quanto qui rileva) adesivi di A. NEGRI-CLEMENTI - N. PERRICONE, *Modifiche statutarie e clausole di circolazione della partecipazione: una questione di quorum o di equa valorizzazione?* e D. PISELLI, *Il principio di “equa valorizzazione” della partecipazione sociale è riferibile solo all’uscita del socio dalla società?*; in *Giur. it.*, 2015, pp. 1157 ss., con appresso nota (pur essa per quanto qui interessa) adesiva di C. LUCATO - E.M. GOITRE, *Clausole di prelazione e covendita: poteri della maggioranza assembleare e limiti al trasferimento di quote sociali*; in *Riv. dir. soc.*, 2016, II, pp. 575 ss., con nota (ai fini che qui rilevano) adesiva di M. MASCIULLO, *Sui limiti alla modificabilità a maggioranza dello statuto di una s.r.l.: questioni “più o meno” risolte in tema di clausole di prelazione, esclusione e drag-along*; in *Notariato*, 2015, pp. 616 ss., con appresso commento (pressoché interamente) adesivo di I. SCOTTI, *Clausola di drag-along e principio maggioritario*; in *Giur. comm.*, 2016, II, pp. 899 ss., con nota (con riferimento alla questione qui rilevante anch’essa) adesiva di L. BOTTI, *Clausola di “covendita forzata” e “drag along”*; e in *Banca bor. tit. cr.*, 2016, II, pp. 84 ss., con a seguire commento (per quanto qui rileva pure esso) adesivo di E. SPOLIDORO, *La contrattazione delle condizioni di introduzione, nello statuto della società a responsabilità limitata, delle clausole che comportano il disinvestimento della partecipazione dei soci*. Nella decisione non si nega affatto che l’inquadramento della clausola come limite sia da escludersi, ma solo si afferma che l’assimilazione della clausola alle operazioni di riscatto azionario è “*forse più convincente*”, impostando il discorso in termini apparentemente binari.

<sup>471</sup> Cfr. Lodo Arbitrale 29 luglio 2008 reso dall’Arbitro Unico Prof. A. Mazzoni, pubblicato in *Banca, bor. tit. cr.*, 2009, II, pp. 493 ss., con a seguire ampio commento (prevalentemente) critico di C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed “equa” valorizzazione dell’azione*.

prospettiva in cui questo scritto si pone e, dunque, con precipuo riferimento alla protezione del socio trascinato.

Da un lato, l'Arbitro Unico si sforzò di superare il parallelo tra co-vendita da trascinamento e operazioni di riscatto della partecipazione sociale<sup>472</sup>.

A tal proposito, al fine di giustificare la scelta di negare l'assoggettamento della clausola alla regola sul *design* e in particolare difenderne la validità a prescindere dalla previsione del *floor*, notò come, a differenza del socio la cui partecipazione potrebbe formare oggetto di un'operazione di riscatto il quale “*non può far altro che subire l'altrui determinazione*” e a tutela del quale allora “*la legge rit[iene] necessario assicurare una tutela inderogabile ... sotto forma di soglia minima di valutazione*”, il socio trascinato il quale abbia negoziato una clausola di trascinamento con annesso diritto di prelazione dispone di uno strumento di *self-help* che vale a variarne significativamente la posizione. Ove il socio trascinato non possa esercitare il diritto di prelazione e il prezzo concordato con il terzo si riveli in concreto inferiore al valore di liquidazione cui si potrebbe pervenire in applicazione della disciplina in tema di recesso, alla scelta di invalidare la clausola di trascinamento sarebbe alternativamente preferibile – soggiunse l'Arbitro Unico – quella di “*... colpire ... il negozio*”, nel senso che, se concluso a condizioni “*penalizzanti*”, il contratto con il terzo sarà da considerarsi nullo per contrarietà al principio generale desumibile dalla disciplina in

---

<sup>472</sup> Sia consentito rilevare sin da subito che, nel corso di questo scritto si discorrerà di “operazioni di riscatto della partecipazione” per la semplice ragione che tale espressione appare l'unica in grado di catturare sia quelle situazioni in cui all'esito del riscatto si perviene in ragione dell'esercizio di un potere di riscatto incorporato nello strumento finanziario (come appunto accade nel caso, che è quello cui testualmente si riferisce il diritto positivo, in cui ci si trovi al cospetto di azioni riscattabili e, dunque, di una specifica categoria di azioni), sia quelle situazioni in cui al medesimo esito si perviene in ragione dell'esercizio di un potere (nella sostanza fondamentalmente analogo a quello di cui si è appena detto ma) che trovi la propria causa in una clausola statutaria. Nel consultare la dottrina si è avvertita l'impressione che spesso si tenda a dare per scontata l'identità dell'una e dell'altra, laddove invece si tratta, a rigore, di due situazioni diverse. Poiché – come si dirà in seguito – si tende ad ammettere che anche le quote di s.r.l. possano formare oggetto di operazioni di riscatto, l'espressione suddetta è inclusiva anche di tali situazioni.



tema di recesso nella parte in cui vieta di aggravare le condizioni del recesso<sup>473</sup>.

Dall'altro lato, l'Arbitro Unico spostò l'attenzione sul fondamentale rilievo della componente fiduciaria che caratterizza la fase attuativa della relazione contrattuale tra socio trascicante e socio trascinato originante dalla clausola di trascinamento.

A tal proposito, l'Arbitro Unico notò innanzitutto come la fase attuativa della relazione tra le parti fosse riconducibile alla figura del mandato a vendere (meramente obbligatorio<sup>474</sup>) con diligenza *quam suis* e *in rem propriam* in virtù del quale il socio trascinato incarica il socio

---

<sup>473</sup> Si noti che l'allora Arbitro Unico ha di recente rivisitato, pur solo in parte, la propria posizione (e specificato – come si dirà *infra*, Capitolo III, *sub* § 31.2 – le proprie vedute): cfr. A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, in A. CRIVELLARO (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989*, Milano, Giuffrè, p. 380, spec. pp. 211 ss. In primo luogo, si è notato come l'affermazione, nel lodo formulata come *obiter dictum*, secondo cui “una liquidazione delle partecipazioni ... trascinate ad un prezzo inferiore al valore loro attribuibile in caso di recesso potrebbe scontrarsi con il divieto *ex lege* sancito nell'ultimo comma dell'art. 2437 c.c.” è soluzione che “conduce per altra via a raggiungere la stessa conclusione propugnata dai sostenitori dell'applicabilità analogica al trascinamento della regola di equa valorizzazione prevista per il riscatto, nel senso che, pur essendo diversa una norma di diritto positivo assunta a fondamento, il risultato è pur sempre quello di ritenere 'resistibile' un trascinamento a un corrispettivo inferiore al valore ottenibile in caso di recesso”. E, in secondo luogo e di conseguenza, si è rilevato come “[r]e melius perpensa, [sia doveroso] modificare la presa di posizione riflessa in quell'obiter dictum, [perché] trascinamento e riscatto non sono assimilabili per irriducibile diversità di funzioni e che nel sistema la norma inderogabile che impone una liquidazione a un corrispettivo non inferiore alla soglia del valore di recesso è ravvisabile, a tutto concedere, soltanto nei casi in cui tale liquidazione avviene nel contesto della continuazione dell'investimento da parte degli altri o di altri co-investitori, non invece nei casi in cui tutti i co-investitori sono coinvolti nella liquidazione congiunta e paritaria del co-investimento comune”. Così, *Id.*, p. 237, nt. 33, ove anche la conclusione secondo cui “[i]n coerenza con questa valutazione di fondo della fattispecie trascinamento, ... la stessa [è da ritenersi] totalmente fuori dell'ambito di applicazione degli artt. 39 e 42 della Dir. 77/91/CEE ... avent[i] a oggetto l'acquisto da parte della società di azioni riscattabili”.

<sup>474</sup> Cfr. *id.*, ove (sulla scorta del richiamo alla pertinente giurisprudenza di legittimità), il rilievo secondo cui, “... quanto meno in giurisprudenza sembra oggi senz'altro prevalere la tesi ... secondo cui il mandato a vendere di per sé – cioè se non accompagnato da una procura che attribuisca al mandatario la rappresentanza – produce soltanto effetti obbligatori e dunque espone il mandante non al rischio della perdita involontaria della proprietà, bensì a quello di dover risarcire al solo mandatario ... i danni per l'inadempimento dell'obbligo di dare attuazione al negozio convenuto dal mandatario con il terzo”.

trascinante a “...reperire ... l’acquirente [ed] anche di negoziare le condizioni e i termini del [contratto di trasferimento delle partecipazioni sociali]”.

In secondo luogo, l’Arbitro Unico rilevò come la natura non già “esecutiva”, ma “amministrativa” del mandato implichi la enucleazione in capo al mandatario di un potere discrezionale che, lungi dall’essere “...assolutamente libero e del tutto insindacabile”, il socio trascinante avrebbe dovuto invece esercitare, come “nel nostro sistema [sempre accade per] chi ... gestisce interessi altrui o gestisce interessi anche altrui insieme ai propri”, nel rispetto dei “paletti” fissati dall’ordinamento e rappresentati dai canoni tipicamente “fiduciari” della diligenza e della buona fede.

In terzo luogo, l’Arbitro Unico sottolineò come in virtù di tale ricostruzione, e in particolare in virtù dei “...doveri fiduciari che gravano comunque ... su chi gestisce interessi altrui ...”, se il mandato scaturente dalla clausola di trascinamento avrebbe permesso di pervenire alla “riproduzione dello stesso schema che spiega perché, sul diverso ma connesso piano della gestione dell’impresa in cui gli investimenti sono stati effettuati, la maggioranza abbia il potere di gestire, insieme al proprio, anche l’interesse della minoranza ...”<sup>475</sup>.

In quarto e ultimo luogo, l’Arbitro Unico concluse che, pur essendo corretto ritenere che, in linea di massima, “il minoritario che ha direttamente accettato ... una clausola [di trascinamento] è costretto a prendersi telles quelles le condizioni di alienazione al terzo ... convenute tra [quest’ultimo e il socio trascinante]”, non può d’altro canto fare a meno di rilevare come, “... trovandosi a gestire l’interesse anche del [socio trascinato]”, il socio trascinante debba comunque agire in

---

<sup>475</sup> Nel Lodo si rilevò, a specificazione di tale qualificazione, come “[n]el caso di specie, la clausola [di trascinamento] è costitutiva non già di un ‘mandato di esecuzione’, cioè di un mandato in cui sono predeterminati in modo specifico ex ante tutti gli elementi essenziali del negozio gestorio che il mandatario è autorizzato a compiere – bensì di un mandato a disporre con diligenza quam suis e nell’interesse anche dello stesso mandatario; un mandato, cioè, che affida al mandatario il compito di reperire non solo l’acquirente, ma anche di negoziare le condizioni e i termini del negozio gestorio da concludere con la controparte, avendo come sola indicazione espressa quella di non negoziare per il mandante condizioni meno sfavorevoli di quelle negoziate per sé”.

conformità ai detti canoni fiduciari, tra cui in particolare quello della buona fede oggettiva, che non può certo disapplicarsi per via del fatto del conferimento del mandato<sup>476</sup>.

### 25.2.3.3. Validità condizionata alla presenza del diritto di prelazione

Al principio di equa valorizzazione si è da ultimo richiamato il Tribunale di Roma all'atto di decidere della validità di una clausola di risoluzione dello stallo – nello specifico si trattava di una cd. “*clausola di Russian Roulette*” – contenuta in un patto parasociale.

A sintesi dei complessi contenuti della decisione in questione, basti qui sottolineare come, riprendendo le posizioni di una decisione precedente cui si è però prestata poca attenzione<sup>477</sup>, la corte, oltre ad

---

<sup>476</sup> Si noti che, nel Lodo si ritenne conclusivamente che, nel caso di specie, il socio trascinate avesse violato tali canoni fiduciari per aver concordato con il terzo acquirente la rinuncia alle azioni di responsabilità verso gli amministratori e, dunque, verso sé stesso. Ciò in quanto, “*negoziando e ottenendo rinunzie e manleve, protegge in primo luogo e fondamentalmente sé stessa e lo fa con quello che gli americani chiamerebbero un cram-down ... a spese della minoranza soggetta a co-vendita e tentata alternativamente dalla prospettiva della prelazione*”, sicché deve escludersi che in tal caso “*l’interesse della minoranza [sia stato] coordinato con quello della maggioranza e gestito congiuntamente in modo fiduciariamente corretto*”.

<sup>477</sup> La prima decisione emessa a regolamentazione degli interessi dei soci della Tecno s.p.a. era infatti scaturita dalla scelta del socio di minoranza, AB Partecipazioni Industriali s.p.a., che aveva ritenuto invalida e inefficace la *denuntiatio* perché priva di indicazione degli elementi sostanziali dell’offerta del terzo e comunque *ab ovo* nulla la clausola di co-vendita, di agire in via cautelare al fine di ottenere l’inibitoria giudiziale nei confronti del socio trascinate alla cessione della propria partecipazione e nei confronti della società a trascrivere qualsiasi operazione di trasferimento. Nel procedimento cautelare *ante causam*, il giudice aveva concesso l’inibitoria richiesta dal socio trascinato per via dell’irregolarità della *denuntiatio*, ma aveva anche negato che la clausola di trascinamento fosse *ex se* invalida. A motivazione della propria statuizione sul punto, il giudice, senza affatto assumere posizione in merito al tema della qualificazione della clausola come limite alla circolazione della partecipazione, aveva ritenuto di poter (tra l’altro) affermare che il problema del *floor* non potesse dirsi rilevante: a impedire di considerare esistente “*un anomalo diritto di riscatto esercitabile ad nutum ...*” sarebbe infatti stato il diritto di prelazione previsto in favore del socio trascinato, destinato a “*funzionare da ago della bilancia dei contrapposti interessi in gioco (di vendere al meglio o acquistare al meglio)*”. Cfr. Trib. Milano, 7 gennaio 2008 (dec.), in *Riv. dir. impr.*, 2008, pp. 525 ss., con a seguire nota (ai fini che qui

essersi detta scettica circa “*l’esistenza di un principio generale che assicuri l’equa valorizzazione della partecipazione del socio uscente dalla compagine sociale*”, abbia nel caso di specie affermato, da un lato, che la scelta del legislatore di prevedere, in particolar modo all’atto di disciplinare le operazioni di riscatto della partecipazione sociale, una “*soglia minima*” è da spiegare in ragione del fatto che “*il socio ... non può far altro che subire l’altrui scelta di riscattare*”; e, dall’altro lato, che la mancanza di tale soglia non può in alcun modo valere a invalidare una clausola che attribuisce al socio che può essere costretto a disinvestire di operare “*la scelta tra cedere la propria partecipazione ovvero acquisire quella di controparte*”<sup>478</sup>.

---

interessano) critica di G. SATTA, *Clausola di bring along: struttura, finalità e requisiti essenziali*. Tale decisione era comunque stata a sua volta preceduta da Trib. Milano, 5 dicembre 2007 (dec.), *inedita* (e di cui perciò non si conoscono integralmente i contenuti, ma solo quelli risultanti dal provvedimento appena richiamato), decidente *inaudita altera parte* sulle medesime questioni e in cui il medesimo ufficio giudiziario “... *si [era] già pronunciato in ordine alla presumibile invalidità della denunciatio .... e alla natura presumibilmente abusiva dell’esercizio del diritto di [trascinamento]...*”.

<sup>478</sup> Cfr. Trib. Roma, 19 ottobre 2017, ora pubblicata (per esteso) in *Giur. it.*, 2018, pp. 1136-1139, con a seguire nota adesiva di M. TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*; e Società (Le), 2018, pp. 434-448, con a seguire commento di P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*; nonché (ma solo massima) in *Notariato*, 2018, p. 301, con a seguire commento adesivo di E. MAZZOLETTI, *Valida la “Russian roulette clause”*.

## CAPITOLO III ANALISI E CRITICA

SOMMARIO: - SEZIONE H: LA DISCIPLINA STATUNITENSE - 26. Rilievi preliminari – 27. Analisi – 27.1. L'*appraisal right* – 27.1.1. Automaticità e inefficienza in astratto – 27.1.2. Rinunciabilità ed efficienza in concreto – 27.2. Il *duty of loyalty* – 28. Critica – 28.1.1. La problematicità del diritto vivente – 28.1.1.1. L'assolutezza della regola di protezione dell'imprenditore – 28.1.1.2. La "ricattabilità" del *venture capitalist* – 28.1.2. Profili di debolezza concettuale e positivi – 28.1.2.1. La strumentalità della regola – 28.1.2.2. La relatività dei presupposti di applicazione – 28.1.2.3. Implicazioni sul piano della protezione dell'imprenditore – 28.1.2.4. *Firm value-maximization* e buona fede – 28.1.3. Le possibili soluzioni di *private ordering* – 28.1.3.1. *Sale Inititation* e *Drag-along Rights* – 28.1.3.2. Avocazione del potere di iniziativa e *Redemption Clause* – 28.1.3.3. *Transactional Arbitrage* e co-vendita da trascinamento – 29. Sintesi. – SEZIONE I: LA DISCIPLINA ITALIANA - 30. Rilievi preliminari – 31. Analisi – 31.1. Equa valorizzazione – 31.2. Doveri fiduciari – 32. Critica – 32.1. La problematicità del diritto vivente – 32.1.1. Gli effetti redistributivi dei meccanismi di equa valorizzazione – 32.1.2. Incompletezza e staticità dei doveri fiduciari – 32.2. Aspetti metodologici – 32.2.1. La parziarietà della fattispecie – 32.2.2. Una più inclusiva fattispecie – 32.2.3. Riposizionamento della co-vendita da trascinamento – 32.3. L'equa valorizzazione – 32.3.1. La configurabilità del principio di equa valorizzazione e il *floor* – 32.3.1.1. I rinvii tra forma e contenuti – 32.3.1.2. I criteri tra autonomia ed eteronomia – 32.3.1.3. Criteri legali e funzione garantistica – 32.3.1.4. I (conseguenti) dubbi – 32.3.2. Una possibile soluzione pratica – 32.3.2.1. Astratta plausibilità – 32.3.2.2. Pratiche controindicazioni – 32.3.2.3. Possibile insufficienza – 32.3.3. La configurabilità di un limite "speciale" alla circolazione della partecipazione e il recesso – 32.3.3.1. Clausole di mero gradimento e "imprigionamento" – 32.3.3.2. Clausole di trascinamento e "imprigionamento" – 32.3.3.3. Una possibile spiegazione della tentata equiparazione – 32.3.3.4. Un limite alla circolazione "mero"? – 32.4. I doveri fiduciari (meri cenni) – 32.4.1. Presupposto – 32.4.2. L'obbligo di massimizzazione – 32.4.3. Preferenze liquidatorie e *Sondervorteile* – 32.4.4. Cangianza dell'incarico.

## 26. Rilievi preliminari

La duplice circostanza che nel contesto statunitense la *trade sale* si attui – come si è detto<sup>479</sup> – tramite una *cash-for-stock merger* e che le preferenze liquidatorie del *venture capitalist* derivino da una precisa scelta fatta in punto di *security design* fa sì che il problema della tutela dell'imprenditore si atteggi a funzione del risultato di un'operazione dal rilievo autenticamente organico che il *senior financial claimant*, ossia il *venture capitalist*, potrebbe, specialmente in certe situazioni, tendere a congegnare – si è detto anche questo<sup>480</sup> – in termini a sé favorevoli.

In base al diritto statunitense, l'imprenditore “tradito” dal *venture capitalist* può reagire – come si è già segnalato<sup>481</sup> – sia esercitando l'*appraisal right*, sia invocando la violazione del *duty of loyalty* da parte degli amministratori che abbiano approvato una *cash-for-stock merger* che non massimizzi il valore per i *common shareholders*, come pure, sussistendone i presupposti, del *venture capitalist* in quanto socio di controllo.

Nel prosieguo, pur se solo nei limiti – lo si è precisato sopra<sup>482</sup> – in cui tale esercizio è destinato a fornire spunti di riflessione rilevanti ai fini della mappatura e della discussione dei pregi e dei limiti della disciplina italiana cui si procederà in seguito<sup>483</sup>, si illustrano, allora, i profili di

---

<sup>479</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* §§ 22 e 23.

<sup>480</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 23.2.2.3.

<sup>481</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 23.2.1.2.

<sup>482</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 21.

<sup>483</sup> La circostanza che all'esame della disciplina statunitense della *trade sale* si proceda – come si è accennato e come meglio si avrà modo di vedere nel prosieguo – nella prospettiva della delineazione dei principali profili di problematicità e della insufficienza delle possibili soluzioni di *private ordering*, senza invece soffermarsi in dettaglio sulle tematiche che presuppongono una certa conformazione dell'operazione, è

interferenza tra tali rimedi e i peculiari contenuti dell'accordo tra *venture capitalist* e imprenditore: si discute, in altri termini, di quegli istituti del diritto societario statunitense – che in precedenza si è provveduto a segnalare<sup>484</sup> – che, per via delle modalità di funzionamento definite dal legislatore con cui essi operano ovvero per effetto della declinazione che le corti ne hanno nel tempo offerto, possono impedire o comunque intralciare la puntuale attuazione del programma negoziale definito dal *venture capitalist* e dall'imprenditore.

A tal fine, si procederà nel modo seguente. Dapprima, si evidenzieranno le ragioni per cui un primo profilo di problematicità della disciplina cui negli Stati Uniti è assoggettata la *trade sale* risiederebbe, in potenza, nell'istituto dell'*appraisal right*, dandosi però subito atto anche del fatto che, in pratica, è possibile superare tale profilo di problematicità ricorrendo a soluzioni di *private ordering* che conducono a una disapplicazione del rimedio dall'ordinamento in via generale apprestato a tutela del *fair value* del socio che dissenta dall'operazione.

---

scelta metodologica che si spiega in ragione dell'esigenza di porre in rilievo gli elementi utili a fornire indicazioni rilevanti nell'ottica della discussione dei profili di problematicità della disciplina italiana. Si intende più prosaicamente segnalare che la scelta di non approfondire il tema del conflitto di interessi e della responsabilità degli amministratori nominati dal *venture capitalist* i quali approvino la fusione tramite cui si effettua la *trade sale* si spiega in ragione del fatto che tale tematica, pur certamente meritevole di dettagliata disamina (specialmente ove si decida di ampliare l'oggetto della trattazione comparata anche alle operazioni di fusione in generale, a prescindere dalla natura della "*currency deal*": cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 21), non ha però rilievo, quantomeno immediato, nella prospettiva della definizione del novero degli elementi da prendere in considerazione ai fini della discussione della disciplina cui, per diritto italiano, è assoggettata la co-vendita da trascinamento: co-vendita da trascinamento che, essendo operazione destinata a consumarsi sul piano del trasferimento delle partecipazioni sociali, non postula un intervento deliberativo dei componenti dell'organo gestorio, ma pur pone – proprio in quanto operazione funzionalmente equivalente alla fusione nell'ordinamento statunitense – il duplice problema della definizione dell'obiettivo cui il processo di *decision-making* deve tendere (se, cioè, nel negoziare i termini dell'operazione il *venture capitalist* debba perseguire l'obiettivo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune ovvero della massimizzazione della ricchezza dell'imprenditore); e – per quanto in questo scritto specialmente rileva – soprattutto della tutela del valore attuale dell'investimento dell'imprenditore. Se ne dirà ampiamente in seguito: cfr. *supra*, in Capitolo II, §§ 25.2 ss.

<sup>484</sup> Cfr. nuovamente *supra*, Capitolo II, *sub* § 21.

A seguire, ci si soffermerà sulla disciplina dei doveri fiduciari, specialmente sul *duty of loyalty*, degli amministratori della *venture capital-backed firm*, nella ricostruzione nel tempo offertane dalle corti. Ciò al triplice fine di (i) porne specificamente in evidenza la attuale problematicità; (ii) esporre le ragioni per cui essa può formare oggetto di critica; (iii) spiegare perché il pur da più parti auspicato approdo a una regola della massimizzazione della complessiva ricchezza comune sarebbe preferibile ma non del tutto appagante e perché sarebbe invece opportuno ammettere che in certi casi il *venture capitalist* possa superare anche tale regola e procedere a una *trade sale* distruttiva di valore purché eseguita in buona fede; e infine (iv) dare atto delle ragioni per cui, allo stato, la disciplina vigente non si lascia superare neppure mediante soluzioni private, perché ineluttabilmente destinate a scontrarsi con la imperatività della disciplina *de qua* e perciò a risultare, all'atto pratico, *unenforceable*.

## 27. Analisi

### 27.1. L'*appraisal right*

Dal punto di vista dell'imprenditore, la pratica utilità dell'*appraisal right* a fronte di una *cash-for-stock merger* è, in potenza, notevole; e – come anche i più recenti arresti giurisprudenziali comprovano<sup>485</sup> – non è affatto raro che questi scelga di avvalersene.

Come si viene subito dicendo, la *automaticità* con cui il rimedio è in teoria destinato ad operare *potrebbe* in astratto generare significative

---

<sup>485</sup> Ci si riferisce al caso *Trados*, in cui la corte, rilevato come il valore della partecipazione dell'imprenditore fosse pari a zero, considerò assorbita la questione dell'*appraisal*: cfr. *supra*, Capitolo II, sub § 23.2.2.3.



problematiche nell’ottica della ripartizione della ricchezza generata dalla relazione contrattuale in conformità ai criteri pattiziamente stabiliti.

La circostanza che taluni recentissimi approdi pretori ne abbiano sancito la *rinunciabilità* vale, tuttavia, a rendere la tutela che quel rimedio mira ad apprestare in pratica *meno problematica* di quanto possa di primo acchito ipotizzarsi.

#### 27.1.1. Automaticità e inefficienza in astratto

L’accordo tra *venture capitalist* e imprenditore prevede – sia consentito richiamare quanto già spiegato per mere ragioni di chiarezza espositiva<sup>486</sup> – che la relazione di *business* sia preordinata alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune e che, di conseguenza, al *venture capitalist* sia in linea di massima vietato di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore, strumentale al perseguimento di propri interessi di parte.

Quell’accordo, però, al tempo stesso prevede – come si è rilevato<sup>487</sup> – anche che al *venture capitalist* sia consentito, pur soltanto in certi casi, di assumere decisioni, per così dire, “partigiane”, che comportano il sacrificio di una frazione della complessiva ricchezza comune.

Nell’ottica dell’ottimale *enforcement* di quell’accordo, pertanto, si impone – come si è visto<sup>488</sup> – di modulare la risposta regolatoria in termini capaci di riflettere la distinzione tra *trade sales* distruttive di valore maligne e *trade sales* distruttive di valore benigne, in tal modo evitando di ancorare l’apprestamento di una generalizzata e indistinta tutela a fronte di qualsiasi operazione distruttiva di valore.

---

<sup>486</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 23.2.1.2.

<sup>487</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 18.1.5.

<sup>488</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 19 ss.

In linea con la funzione economica sottesa all'istituto, che è quella – come noto – di proteggere il socio dagli effetti di certe operazioni, tra cui appunto le fusioni, che risultino *value-decreasing*<sup>489</sup>, l'*appraisal right* non riesce però a cogliere la differenza tra *trade sales* distruttive di valore maligne e *trade sales* distruttive di valore benigne; ma opera con automaticità ogniqualvolta il socio che intende avvalersene in sede assembleare non abbia votato in favore dell'operazione che vale ad attivarlo (e dunque, nel caso dell'imprenditore, la *cash-for-stock merger*).

Tale automaticità, tuttavia, implica – come si intende – che all'imprenditore sia all'atto pratico fatta possibilità di andare indenne sia dalle conseguenze della scelta opportunistica del *venture capitalist* di procedere alla *trade sale* che sacrifichi una frazione della complessiva ricchezza comune, cioè di una *trade sale* distruttiva di valore maligna; sia dalle conseguenze della scelta non opportunistica del *venture capitalist* di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore benigna.

In tal caso, però, il rimedio finisce evidentemente per consentire all'imprenditore di riappropriarsi – opportunisticamente, se si vuole – di una frazione della complessiva ricchezza prodotta dalla relazione cui, all'atto di definire i complessivi contenuti contrattuali, si era invece detto eventualmente disposto a rinunciare in cambio della possibilità di beneficiare del supporto offerto dal *venture capitalist*.

A fronte della *trade sale* distruttiva di valore conseguente al legittimo esercizio della *termination option* sanzionata in contratto, infatti, l'imprenditore potrebbe provocare l'accertamento del valore della propria partecipazione sì come determinabile in riferimento al valore dell'impresa anteriormente all'operazione e perciò insensibile alla distruzione di valore verificatasi, potrebbe consentirgli di conseguire una frazione di ricchezza maggiore di quella che *ex contractu* avrebbe dovuto ricevere: il che si risolverebbe in ultima analisi in una riallocazione dei proventi di tale operazione sfavorevole al *venture capitalist* – più

---

<sup>489</sup> Cfr. su tutti D.R. FISCHER, *The Appraisal*, cit., p. 876, ove la notazione secondo cui “*appraisal is best understood as an implied contractual term that sets the minimum price at which the firm, or a part thereof, can be sold in situations where certain groups are more likely to attempt to appropriate wealth from other groups than to maximize the value of the firm*”.

banalmente, si perverrebbe ad un'inefficiente redistribuzione della ricchezza generata dalla relazione contrattuale.

Si immagini, per fare un esempio, lo scenario delineabile sulla scorta dei dati di cui alla tabella che segue (e che – il dato è stato nel corso dell'elaborato più volte già ribadito – muove dagli assunti formulati all'atto di tratteggiare lo scenario fondamentale di riferimento<sup>490</sup>).

A rigore, dato che il valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza è maggiore del valore della medesima impresa conseguibile sul mercato delle acquisizioni (32M > 31M), VC dovrebbe preservarne l'indipendenza. Si immagini però che tali valutazioni ineriscano ad Alfa nello stato in cui si trova in un momento immediatamente antecedente quello in cui si colloca la fase del disinvestimento astrattamente definita in contratto, ossia quel “*time to sell*” che identifica l'estremo finale della linea che identifica la durata temporale della relazione contrattuale<sup>491</sup> e che, per mutuo accordo, rappresenta il “punto limite” oltre il quale la relazione non può protrarsi. Si immagini anche che il miglior risultato in quel dato momento conseguibile sul mercato delle acquisizioni è pari a 31M. E si ipotizzi, infine, che VC proceda alla *trade sale*.

	<i>Valore</i>	<i>Probabilità</i>	<i>Payoff di VC ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di Alfa ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di EN ponderato con Probabilità</i>
<b>Offerta di acquisto</b>	31M	100%	<b>31M</b>	<b>31M</b>	<b>0M</b>
Scenario favorevole	50M	40%	40M*0,4 =16M	50M*0,4 =20M	10M*0,4 =4M
Scenario sfavorevole	20M	60%	20M*0,6 =12M	20M*0,6 =12M	0M*0,4 =0M
<b>Valore medio atteso</b>			<b>28M</b>	<b>32M</b>	<b>4M</b>

Tabella 7. *Trade sale* di Alfa pre-T<sup>1</sup>.

<sup>490</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub § 16 (in fine).

<sup>491</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, §§ 18.1.5 e, ancor prima, 10.2.

Se immediatamente dopo la *trade sale* EN adisse la corte per provocare l'accertamento del valore della propria partecipazione, egli – semplificando al massimo – conseguirebbe 4M. Dovendo “restituire” a EN 4M, VC dovrebbe allora contentarsi di conseguire una frazione dei proventi della *trade sale* inferiore a quella concordata, ossia 27M (= 31M – 4M): il tutto in spregio agli accordi originari.

Se tale esempio consente di intendere perché l'automaticità con cui esso opera rappresenta la causa della problematicità di fondo della disciplina dell'*appraisal right*, si impone anche di rilevare come ad accentuare i profili di potenziale problematicità della disciplina dell'*appraisal right* sia d'altro canto la circostanza che – per quanto in proposito già rilevato<sup>492</sup> – ai fini della quantificazione delle utilità spettanti al socio dissenziente le corti statunitensi ammettono il ricorso a una varietà di metodi di valutazione in forza dei quali risulta in astratto possibile assegnare un valore positivo o un valore maggiore all'impresa anche in scenari in cui l'impresa è praticamente decotta<sup>493</sup>.

Il che può condurre non soltanto a un *potenziamento* della tutela apprestata in favore dell'imprenditore a fronte di *trade sales* distruttive di valore opportunistiche; ma anche – e, per quanto or ora interessa, soprattutto – all'ampliamento del novero delle situazioni in cui l'imprenditore riceve una tutela aggiuntiva che non riflette i contenuti dell'accordo tra le parti, accentuando, in definitiva, i profili di potenziale problematicità dell'istituto su cui qui premeva fare luce.

### 27.1.2. Rinunciabilità ed efficienza in concreto

Pur in astratto problematica, la disciplina dell'*appraisal right* è invero ricostruita dalla letteratura e ora anche dalla giurisprudenza statunitense come fondante un rimedio facente parte del contratto sociale

---

<sup>492</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 23.1.2.

<sup>493</sup> Al riguardo, anche per le opportune precisazioni, cfr. nuovamente P.R. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization*, *cit.*, p. 295.

si come risultante in applicazione della disciplina legale applicabile in via di *default*.

In virtù di tale caratterizzazione, si è allora immaginato e – come si viene dicendo – si sono anche efficacemente implementate soluzioni private utili a ovviare all’automaticità con cui l’*appraisal right* sarebbe altrimenti utilizzabile, così riuscendosi a prevenirne l’esercizio in situazioni in cui sarebbe auspicabile “disattivarlo” e, con esso, le conseguenti inefficienze di cui si è detto.

Sanzionando la plausibilità delle teorizzazioni di una autorevole letteratura<sup>494</sup> e superando i dubbi suscitati dalle precedenti prese di posizione di certe corti<sup>495</sup>, una recentissima giurisprudenza ha infatti

---

<sup>494</sup> Quanto alla letteratura, cfr. su tutti E. TALLEY - A.H. CHOI, *Appraising the Merger Price Appraisal Rule* (2018), in *The Journal of Law, Economics & Organizations* 34, pp. 543 ss., spec. pp. 568-569, ove si rileva come tra i “different contractual mechanisms that respond to appraisal risk” siano da annoverare le “... ‘drag-along’ provisions ... which require shareholders to vote in favor of the merger under certain conditions and lose appraisal”; e W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1891, ove, notandosi che “a promise not to seek appraisal can be included [in a drag-along provision]”, sembra affermarsi però che l’effetto della rinuncia all’*appraisal right* non sia funzione immediata dei *drag-along rights*, ma postuli una puntuale scelta contrattuale. Per altri spunti di riflessione sul rapporto tra *drag-along provisions* e *appraisal right*, cfr., anche se con riferimento al diritto societario vigente in altri ordinamenti degli Stati Uniti, CORPORATION LAW COMMITTEE OF THE ASSOCIATION OF THE BAR OF THE CITY OF NEW YORK, *The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions* (2007), in *The Business Lawyer* 65, pp. 1153 ss., spec. p. 1183; e K.T. BLOCK - J.S. BERG, *Towing the Line: An Analysis of Drag-along Rights under the Michigan Business Corporation Act* (2008), in *The Michigan Business Law Journal* 28, pp. 20 ss. spec. p. 23 ma anche *passim*. Sulle formalità da osservare ai fini del confezionamento di una efficace rinuncia, cfr. R.B. LITTLE - J.A. ORIEN, *Issues and Best Practices in Drafting Drag-Along Provisions* (2016), in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 14 dicembre 2016, disponibile all’indirizzo <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/14/issues-and-best-practices-in-drafting-drag-along-provisions/>>.

<sup>495</sup> Quanto alla giurisprudenza, comunque recente, che aveva assunto un atteggiamento incerto cfr. invece la decisione resa in *Halpin v. Riverstone National, Inc.*, C.A. No. 9796-VCG (Del. Ch. Feb. 26, 2015). Nel caso di specie il socio di controllo di Riverstone aveva autonomamente pianificato e eseguito una fusione, a fronte della quale i soci di minoranza, una volta ricevuta la comunicazione concernente l’esito dell’operazione, adirono l’autorità giudiziaria al fine di provocare la determinazione del *fair value* delle proprie partecipazioni. A ciò seguì il tentativo del socio di controllo di ottenere un provvedimento giudiziale che ordinasse ai soci di minoranza di votare in favore dell’operazione a livello assembleare. La corte però concluse che, anche ammesso che un accordo parasociale contenente un *drag-along*

stabilito che il patto parasociale in forza del quale i titolari di *common shares* (e, dunque, l'imprenditore) a votare, in sede assembleare, in favore della *cash-for-stock merger* pianificata dall'organo amministrativo (il c.d. "*drag-along shareholder agreement*") è valido e perciò perfettamente *enforceable*<sup>496</sup>.

Si è riconosciuto, in particolare, che, a condizione che la formulazione della relativa previsione sia inequivocabile<sup>497</sup>, previsioni del genere, obbligando l'imprenditore a votare in favore della fusione tramite cui si attua la *trade sale*, gli precluderebbero a priori di

---

*right* possa in astratto implicare una rinuncia al diritto di *appraisal*, in concreto a tale risultato comunque ostava la circostanza che il socio di controllo non si fosse scrupolosamente attenuto alle procedure delineate nei patti parasociali. Per un primo commento, cfr. R.C. SCHWENKEL - P. RICHTER - S. EPSTEIN - A. PICKERING BOMBA - G. WEINSTEIN, *Court Leaves Open Whether Appraisal Rights May Be Waived By Agreement* (2015), in *The M&A Lawyer* 19, pp. 14 ss. Prima ancora però si veda *Roam-Tel Partners v. AT&T Mobility*, C.A. 5745-VCS (Del. Ch. Dec. 17, 2010).

<sup>496</sup> Cfr., infatti, la decisione resa in *Manti Holdings, LLC et al. v. Authentix Acquisition Co.*, Civil Action No. 2017-0887-SG (Del. Ch. October 1, 2018), che sancisce la validità della preventiva rinuncia all'*appraisal right* scaturente dalla sottoscrizione del patto parasociale in virtù del quale l'imprenditore si era obbligato a votare a favore della fusione della *venture capital-backed firm* con un'altra società. Nel caso di specie, i soci di Authentix avevano all'atto della definizione degli accordi con il *venture capitalist* previsto in un apposito patto parasociale che, nel caso in cui la *trade sale* si fosse attuata nella forma della fusione, si sarebbero "astenuiti" dall'esercitare i propri *appraisal rights*, ma avevano poi adito la corte sostenendo, da un lato, che, pur essendosi certamente obbligati ad "astenersi" dall'esercitare quei diritti, non avevano sol perciò inteso "rinunciare" a essi; e, dall'altro lato, che una rinuncia al diritto di *appraisal* dovesse essere prevista in statuto in quanto concretante una "limitazione" dei diritti dei *common shareholders* che, se ammessa, avrebbe trasformato le *common shares* in "*restricted common shares*" con modalità non conformi a quelle contemplate dalla disciplina vigente (cfr. §151(a), Delaware General Corporation Law). Esclusa la pregnanza di entrambi gli argomenti, la corte ha ora affermato che una rinuncia preventiva all'*appraisal right* è valida. La decisione si caratterizza per contenuti di cui qui non è possibile dare compiutamente conto ma che offrono numerosi spunti di riflessione. Per una prima analisi e anche per un pur breve commento adesivo, cfr. A. BECKER - W. SMITH, *Chancery Court Denies Appraisal Rights where a Stockholders' Agreement Requires that Stockholders Refrain from Appraisal Petition*, in *K&L Gates - Delaware Docket*, 6 novembre 2018, disponibile all'indirizzo <<https://www.klgatesdelawaredocket.com/2018/11/chancery-court-denies-appraisal-rights-where-a-stockholders-agreement-requires-that-stockholders-refrain-from-appraisal-petition/>>.

<sup>497</sup> Cfr. ancora *Manti Holdings, LLC et al. v. Authentix Acquisition Co.*, *cit.*, p. 4, ove si nota come "... a waiver of the statutory right to appraisal requires language evincing the clear intent to waive".

“dissentire”; e ciò gli impedirebbe, di conseguenza, di esercitare a posteriori quei *dissenters rights*, di cui – come si è detto<sup>498</sup> – l’*appraisal right* è l’esempio paradigmatico.

Le implicazioni di tale arresto giurisprudenziale sono intuibili: al *venture capitalist* che intenda scongiurare *ab initio* il rischio che, a fronte di una legittima *trade sale* distruttiva di valore, l’imprenditore reagisca invocando la tutela offerta dall’*appraisal right*, l’arresto giurisprudenziale or ora segnalato consente infatti di limitare il c.d. “*appraisal risk*” sin dall’inizio della relazione contrattuale<sup>499</sup>.

Tale soluzione, d’altro canto, non è certo priva di controindicazioni: atteso che, ovviamente, essa implica la rinuncia alla possibilità, per l’imprenditore, di avvalersi del rimedio in questione in via generale, e dunque senza che vi sia spazio per distinzioni di sorta tra situazione e situazione, l’imprenditore non può beneficiare della tutela da esso apprestata anche in situazioni in cui, invece, sarebbe stato auspicabile potervi ricorrere, ossia nelle ipotesi di *trade sales* distruttive di valore maligne.

Ciò nonostante, la soluzione ha attratto l’attenzione dei pratici, che ne suggeriscono l’implementazione<sup>500</sup>, notando come l’apparente vuoto

---

<sup>498</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 23.2.1.2.

<sup>499</sup> Per questa terminologia, nel contesto statunitense ormai normalmente impiegata per riferirsi al rischio di c.d. “*appraisal arbitrage*” cui indulgono soprattutto *hedge funds* specializzati nel c.d. “*M&A Arbitrage*” (cfr. in tema C.R. KORSMO - M. MYERS, *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A* (2015), in 92 *Washington University Law Review*, pp. 1551 ss.), cfr., *ex multis*, ancora E. TALLEY - A.H. CHOI, *cit.*, *passim*. Va da sé che, ai fini di questo elaborato, l’espressione allude invece al semplice rischio di esercizio dell’*appraisal right* da parte dell’imprenditore, anche se – come si intende – le opportunità di profitto associate alle più recenti evoluzioni pretorie elevano anche le operazioni di fusioni concernenti le *venture capital-backed firms a target* dei fondi specializzati in *M&A Arbitrage* (specialmente ove – come in precedenza rilevato: cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 12 – si tenga presente la recente tendenza degli *hedge funds* di acquistare partecipazioni nelle imprese finanziate da *venture capitalists*).

<sup>500</sup> Cfr. per esempio, l’enfasi posta sulla utilità di una preventiva rinuncia all’*appraisal right* dal punto di vista, tra l’altro, dei *venture capitalists* da parte di C.B. CHUFF - M.M. GREENBERG - J.J. CLINE - T.B. BARTHOLOMEW, *Contractual Waivers of Appraisal Rights Declared Valid under Delaware Law*, in *Pepper Hamilton Briefings*, 5 ottobre 2018, p. 1 ss., spec. p. 4, peraltro proprio a commento dell’arresto giurisprudenziale pocanzi segnalato.

di tutela causato dalla rinuncia all'*appraisal right* è comunque assicurato dalla possibilità per costui di adire la corte al fine di provocare una verifica *a posteriori* delle modalità con cui il *venture capitalist* ha in concreto esercitato le proprie prerogative<sup>501</sup>: modalità di tutela la cui superiorità, almeno in potenza, discende dal fatto che l'elargizione della protezione dipende dalla verifica circa il *se*, alla luce di tutti gli elementi caratterizzanti un dato scenario, possa affermarsi che il processo decisionale svoltosi a livello consiliare si sia in effetti svolto con modalità tali da risultare in linea con i contenuti delle regole deputate per mutuo consenso a governare il rapporto tra le parti<sup>502</sup>.

Come si viene dicendo, le potenzialità di tale tecnica di tutela sono però in grande parte state alterate dalla declinazione dei doveri fiduciari degli amministratori della *venture capital-backed firm* offerta dalla giurisprudenza.

## 27.2. Il *duty of loyalty*

Dai ragionamenti articolati dalle corti statunitensi chiamate a risolvere le tre controversie di cui si è in precedenza dato atto, si evince chiaramente come il diritto vivente tenda a rinvenire l'obiettivo ultimo della gestione della *venture capital-backed firm*, indipendentemente dalle scelte delle parti fatte in punto di allocazione dei poteri di controllo e in particolare della composizione dell'organo amministrativo, nella massimizzazione della ricchezza dei *common shareholders* e dunque – lo si deve sottolineare – *dell'imprenditore*.

Tali conclusioni si imponevano certamente all'indomani della decisione resa dalla corte di *Equity-Linked v. Adams*, che aveva sanzionato il potere dell'imprenditore che controlli l'organo gestorio di intraprendere qualsiasi azione idonea a perseguire obiettivi di

---

<sup>501</sup> *Id.*

<sup>502</sup> *Id.*



massimizzazione della propria ricchezza nei soli limiti in cui ciò non comporti una violazione delle prerogative contrattuali riconosciute ai *preferred shareholders*<sup>503</sup>; e aveva così inequivocabilmente riconosciuto l'insindacabilità della scelta dell'imprenditore di preservare l'indipendenza dell'impresa anche a fronte della possibilità di procedere a una *trade sale* premiante<sup>504</sup>.

Tuttavia, a seguito della decisione resa con riferimento alla controversia *Orban v. Field* i commentatori avevano ipotizzato che la corte avesse inteso riconoscere al *venture capitalist* il quale controllasse l'organo gestorio una discrezionalità decisoria tanto ampia quanto quella di cui nello scenario opposto certamente godeva l'imprenditore<sup>505</sup>.

Nel caso di specie, infatti, la corte aveva non soltanto sanzionato l'autorità di procedere alla *trade sale*, ma addirittura confermato la legittimità di tutte quelle operazioni ad essa propedeutiche, pur se preordinate a diluire la partecipazione dell'imprenditore al fine ultimo di privarlo del potere di porre un veto sull'operazione<sup>506</sup>.

Non trascorse però molto tempo prima che si facesse luce sulla opportunità di ripensare gli effettivi meriti di quelle conclusioni. Si rilevò, in particolare, come la *regula iuris* formulata con riferimento al caso controverso avesse in realtà un contenuto sensibilmente diverso, apprezzabile solo muovendo dalla olistica considerazione delle

---

<sup>503</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 23.2.2.1.

<sup>504</sup> Cfr. J.M. FRIED - M. GANOR, *cit.*, p. 978, ove si nota come “*Delaware law generally allows a board controlled by common shareholders to ignore the effects of its business decisions on preferred shareholders*” e che, proprio in pratica applicazione di tale generale regola, “[w]hen determining which strategies the firm should pursue, directors elected by common shareholders owe a duty solely to common shareholders and are not required to take into account the interests of preferred shareholders, as long as the firm does not violate specific provisions of the preferred stock agreement” (ma v. *id.*, p. 978, nt. 24 per importanti precisazioni circa taluni casi giurisprudenziali – non numerosi ma importanti – in cui si *non* si è fatta applicazione di tale regola).

<sup>505</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 23.2.2.2.

<sup>506</sup> *Id.*, p. 992, nt. 82, secondo cui la decisione resa a regolamentazione del caso *Orban v. Field* “*is read by sophisticated lawyers in Silicon Valley*” in termini tali da implicare che “*a preferred-controlled board does not owe a fiduciary duty specifically to the common shareholders and that it has wide discretion to benefit the preferred shareholders instead*”.

peculiarità della concreta vicenda finita *sub judice* sul piano dell'oggetto della controversia e delle finalità perseguite dall'attore in sede giudiziale.

Attenzione maggiore di quanto si fosse fatto in un primo momento si prestò, allora, al fatto che Orban non aveva mai contestato la *trade sale*, la cui *fairness* infatti non formava oggetto di controversia e che lo stesso Orban aveva supportato; ma si era limitato a mettere in dubbio la *fairness* della sola ricapitalizzazione, perché a suo dire preordinata unicamente a diluirne la partecipazione e, dunque, privarlo di quel potere di porre il veto sull'operazione che egli invece intendeva “barattare” con il *venture capitalist*.

Si enfatizzò, inoltre, come il valore della partecipazione di Orban fosse nel caso concreto pari a zero, di guisa che, se anche la ricapitalizzazione non avesse avuto luogo e si fosse proceduto alla *trade sale*, egli comunque non avrebbe ottenuto nulla. Sulla scorta di tali elementi si concluse, quindi, che la giurisprudenza intermedia, disconoscendo il fondamento dell'azione giudiziale intrapresa da Orban, non aveva affatto inteso riconoscere al *venture capitalist* che controlli l'organo gestorio prerogative analoghe – se si vuole, speculari – a quelle che precedentemente la corte di *Equity-linked v. Adams* aveva invece risolutamente riconosciuto all'imprenditore, ma aveva soltanto inteso riconoscere la legittimità delle operazioni intraprese al fine di neutralizzare il veto che Orban aveva posto su una *trade sale* comunque strumentale alla massimizzazione del valore dell'impresa<sup>507</sup>.

Pur evidentemente “asimmetrica”<sup>508</sup>, la disciplina risultante dalla “combinazione” dei *dicta* resi in relazione alle vicende *Equity-linked v.*

---

<sup>507</sup> Per una sintetica esposizione delle fasi del percorso che condusse al ripensamento del “messaggio” racchiuso nella decisione resa in relazione alla vicenda *Orban v. Field*, cfr. *ex multis* D.G. BAIRD - M.T. HENDERSON, *cit.*, p. 1332, secondo cui “*Orban seems to stand for the proposition that directors can take actions that are in the best interests of the corporation as a whole even when they take actions that are manifestly selfinterested or favor non-fiduciaries over fiduciaries*”.

<sup>508</sup> “Asimmetrica” – si intende – in quanto, a dispetto delle teorizzazioni cui si era assistito nell'immediatezza della decisione (cfr. per esempio J.M. FRIED - M. GANOR, *cit.*, p. 988, ove si parla di “*contingent control scheme*” per alludere alla relativizzazione dell'obiettivo dell'azione gestoria a seconda che “in control” sia il *venture capitalist* o l'imprenditore), i contenuti delle decisioni rese in relazione alle prime due vicende esaminate erano invero tali da non consentire di affermare che al

*Adams e Orban v. Field*, avrebbe consentito al *venture capitalist* di procedere quantomeno a una *trade sale* strumentale alla massimizzazione del valore dell'impresa nella sua interezza<sup>509</sup>, indipendentemente dalla circostanza che essa fosse in grado di massimizzare anche il valore della partecipazione dell'imprenditore.

Tale disciplina è però stata ora superata dalla corte che ha deciso sulla vicenda *Trados*<sup>510</sup>.

Pur essendosi pronunciata, per contingenti ragioni attinenti alle dinamiche endoprocessuali, in termini ultimi certamente favorevoli al *venture capitalist*<sup>511</sup>, la corte del caso *Trados* ha infatti articolato un ragionamento che risuona come un potente ammonimento rivolto agli amministratori di qualsiasi *venture capital-backed firm* per quanto segnatamente attiene l'obiettivo finale cui essi devono tendere nell'espletamento delle proprie funzioni e nell'assunzione di qualsiasi decisione gestoria<sup>512</sup>.

La corte ha in particolare precisato che gli amministratori sono gravati da doveri fiduciari in forza dei quali si impone loro di

---

*venture capitalist* fosse riconosciuta una discrezionalità tanto ampia quanto quella riconosciuta all'imprenditore.

<sup>509</sup> Cfr. C.R. KORSMO, *Venture Capital and Preferred Stock* (2013), 78 *Brooklyn Law Review*, pp. 1163 ss., p. 1184, ove, in particolare, la notazione secondo cui “*Orban suggests that controlling preferred stockholders may favor themselves over the common, without an obligation to maximize the value of the common stock. Orban also suggests, however, that the common shareholders could challenge the merger by showing that it was not in the ‘best interests of the corporation’...*”.

<sup>510</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, sub § 23.2.2.3.

<sup>511</sup> La letteratura ha chiarito che la ragione per cui nel caso di specie si è in effetti pervenuti a una decisione all'atto pratico favorevole al *venture capitalist* risiede nel fatto che la corte aveva affidato l'incarico di stima del valore dell'impresa a un esperto che scelse un metodo di valutazione inidoneo a mostrarne il residuo valore positivo; laddove invece, se per ipotesi si fosse fatto luogo all'applicazione di metodi di valutazione in grado di rivelare valori positivi anche con riferimento a imprese in situazioni di cronica difficoltà finanziaria, si sarebbe probabilmente pervenuti a un risultato del tutto diverso. Al riguardo, anche per le opportune precisazioni, cfr. P.R. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization*, *cit.*, p. 295.

<sup>512</sup> Lo hanno sottolineato da ultimo E. TALLEY - P.R. BARTLETT III, *Law and Corporate Governance*, in B.E. HERMALIN - M.S. WEISBACH (a cura di), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance - Vol. I*, Oxford, Elsevier, 2017, pp. X-736, pp. 177 ss., spec. p. 188.

massimizzare il valore dell'impresa a beneficio dei *residual claimants* e dunque dei *common shareholders*<sup>513</sup>, i cui interessi meriterebbero di essere incondizionatamente anteposti rispetto a quelli dei *preferred shareholders*<sup>514</sup>.

Muovendo da *Trados*, ma considerando anche i successivi arresti giurisprudenziali di segno analogo<sup>515</sup>, può allora affermarsi che, allo stato

---

<sup>513</sup> Il linguaggio sul punto adoperato nel provvedimento è oltremodo chiaro: “[d]irectors of a Delaware corporation owe fiduciary duties to the corporation and its stockholders which require that they strive prudently and in good faith to maximize the value of the corporation for the benefit of its residual claimants”. Cfr. *In re Trados*, cit.

<sup>514</sup> *Id.*, ove si legge anche che “generally it will be the duty of the board, where discretionary judgment is to be exercised, to prefer the interests of the common stock—as the good faith judgment of the board sees them to be—to the interests created by ... preferred stock.”

<sup>515</sup> Già nel 2013 la giurisprudenza statunitense aveva impiegato l'apparato argomentativo di *Trados* per risolvere un'altra controversia, il cui esito era infatti risultato il medesimo: cfr. *In re Nine Systems Corp. S'holders Litig.*, Consol. C.A. No. 3940-VCN (Del. Ch. Sept. 4, 2014). Per un primo approfondimento delle pratiche implicazioni della decisione, cfr. G.F. DAVIS - J.J. WOLFEL, *Preferred Stock Redemption Obligations: Not as Mandatory as You Might Think*, in *Westlaw Journal Delaware Corporate Officers*, 21 maggio 2018, disponibile all'indirizzo <<http://www.foley.com/preferred-stock-redemption-obligations-not-as-mandatory-as-you-might-think-05-21-2018/>>; e soprattutto, anche per un'analisi di altri analoghi o simili approdi giurisprudenziali, W.N. LAY, *Preferred Stock Redemptions: Limiting Liability under DGCL § 160* (2017), in *The Tennessee Journal of Business Law* 18, pp. 697 ss. Che l'orientamento si fosse consolidato apparve però chiaro solo quando, a distanza di qualche anno da *Trados*, la stessa corte ribadì il medesimo ragionamento anche in *Fredrick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corp. et al.*, No. C.A. No. 12108-VCL, 2017 WL 1437308 (Del. Ch. April 24, 2017). Nel caso di specie, un *common shareholder* aveva agito in giudizio nei confronti degli amministratori della società, a suo dire responsabili di aver proceduto alla dismissione di importanti *assets* dell'impresa al fine di generare la liquidità sufficiente per consentire al *venture capitalist* (in quel caso invero si trattava di un fondo di *private equity*) di esercitare il riscatto della propria partecipazione. Rilevato che la maggior parte degli amministratori della società erano stati nominati dall'investitore, avevano ricevuto un *bonus* in connessione con l'operazione di riscatto della partecipazione da parte dello stesso o erano comunque “legati”, per esempio in ragione di precedenti rapporti di business, ai manager del fondo, la corte ritenne sussistenti gli estremi per far luogo all'applicazione dell'*entire fairness test* e dopo aver enfatizzato che gli amministratori sono gravati da doveri fiduciari nei confronti “[of] the stockholders in the aggregate in their capacity as residual claimants”, concluse che sussistevano elementi sufficienti a giustificare l'inferenza secondo cui “the board had sought to maximize the value of the [r]edemption [r]ight ... rather than seeking to maximize the value of the [c]ompany for the benefit of its residual claimants”. Se letti insieme alla decisione resa nel caso *Trados*, i rilievi della corte del caso ODN evidenziano come alla tendenza dei *venture capitalists* a ricorrere alla nomina di “constituency directors” corrisponda la tendenza

attuale del diritto pretorio statunitense, la gestione di una *venture capital-backed firm* debba considerarsi strumentale alla massimizzazione del valore per i *common shareholders* e, dunque, per l'imprenditore, indipendentemente dalla circostanza che le decisioni assunte a tal fine siano anche in grado di massimizzare il valore dell'impresa nella sua interezza<sup>516</sup>.

E ciò – si noti - persino nei casi in cui il *venture capitalist* abbia negoziato una data conformazione dell'organo gestorio nella convinzione, legittimata dal caso *Orban*, di poter godere di una certa libertà di azione: la ragione per cui tali conclusioni, secondo la corte del caso *Trados*<sup>517</sup>, sarebbero destinate a imporsi *de plano* è da ricercarsi principalmente nella posizione di apportatori di “*permanent capital*” e dunque di *residual claimants* che i *common shareholders* rivestono in seno all'impresa.

## 28. Critica

Allo stato, non è possibile prevedere se il *trend* giurisprudenziale inaugurato da *Trados* sia destinato più o meno presto a mutare: certo è, invece, che le conseguenze della generalizzata applicazione della *value*

---

delle corti di applicare con maggiore disinvoltura l'*entire fairness test* e, soprattutto, “*to use the shareholder primacy norm in ways that undermine the VC contracting model (at least to the extent VCs and common stockholders seek to renegotiate their relationship at the board level)*”: così, sul punto, E. TALLEY - P.R BARTLETT III, *cit.*, p. 189.

<sup>516</sup> La decisione fornisce indicazioni rilevanti a orientare il processo di *decision-making* consiliare “*in future situations that pit common stockholders against preferred stockholders regardless of which course of conduct would maximize firm value*”: tanto rilevano E. TALLEY - P.R BARTLETT III, *cit.*, p. 200.

<sup>517</sup> Ma v. anche le posizioni, pressoché identiche, assunte dalla giurisprudenza pocanzi richiamata *supra*, nt. 513.

*maximization for the common shareholders* sono, dal punto di vista dell'industria del *venture capitalist*, numerose e soprattutto importanti<sup>518</sup>.

È perciò dall'angolo visuale di un ipotetico *venture capitalist* che, pur se a costo di sorvolare in questa sede sulle altre più alte questioni che ad una complessiva considerazione delle evoluzioni giurisprudenziali sopra descritte si imporrebbe di considerare<sup>519</sup>, ci si porrà nell'illustrare la problematicità del diritto vivente e, poi, nel farlo oggetto di critica e anche di ipotizzare soluzioni utili a mitigarne le conseguenze pratiche.

---

<sup>518</sup> Pratici e teorici hanno ripetutamente sottolineato i limiti dell'impostazione corrente, soprattutto alla luce degli arresti giurisprudenziali più recenti. In tema cfr. su tutti E. DAVIS - M. ROBINSON - J. BIRENBAUM, *Nine Tips for Venture Capital and Private Equity Funds Following: In re Nine Systems Corporation Shareholders Litigation* (2015), in *The Journal of Private Equity* 18, pp. 52 ss.; e S.E. BOCHNER - A.L. SIMMERMAN, *The Venture Capital Board Member's Survival Guide: Handling Conflict Effectively while Wearing Two Hats* (2016), in *Delaware Journal of Corporate Law* 41, pp. 1 ss. V. però anche C. HUSKINS, *Trados: What Happens When Venture Capital Interests and Director Fiduciary Duties Collide*, in *Woodruff /& Sawyer Insights*, 10 dicembre 2014, disponibile all'indirizzo <<https://woodrufflaw.com/donotebook/trados-fiduciary/>>; C.L. KAUFMAN - K.M. WELLS, *The Say-so on a Sale*, in *The Deal*, 10 dicembre 2010, disponibile all'indirizzo <<https://www.lw.com/thoughtLeadership/the-say-so-on-a-sale>>; e D.N. COGEN - D. W. HEALY - K. BONG KIM - T. KANG, *In re Trados - Important Lessons for Directors on Fiduciary Duties to Common Stockholders*, in *Fenwick & West Corporate and Securities Alerts*, 16 settembre 2013, disponibile all'indirizzo <<https://www.fenwick.com/publications/pages/corporate-and-securities-alert-in-re-trados-important-lessons-for-directors-on-fiduciary-duties-to-common-stockholders.aspx>>. In letteratura, invece, cfr., su tutti, W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., passim; P.R. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization*, cit., passim; C.R. KORSMO, cit.; E. TALLEY - P.R. BARTLETT III, cit., passim; L.E. STRINE Jr., *Poor Pitful or Potently Powerful Preferred* (2013), in *University of Pennsylvania Law Review* 161, pp. 2025 ss. e J. WIMBERLY, *Venture Capital and Private Equity and the "Entire Fairness" Test: In re Trados* (2014), in *Review of Banking & Financial Law* 33, pp. 418 ss.

<sup>519</sup> Tra esse, sicuramente spicca, sul piano teorico e dottrinale, la "variazione" dei contenuti del *fairness test* sanzionata dalla più recente giurisprudenza, che, nell'affascinante lettura di una autorevole letteratura, sarebbe indice dell'ormai prossimo superamento dell'*entire fairness test* stesso quale "*gold standard for fiduciary loyalty in the corporation*". In tema cfr. A.N. LICHT, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review (European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 439/2018)* (2018), ove, in estrema sintesi, si sostiene che le corti statunitensi (tra cui, in particolare e tra le altre, quella del caso *Trados* qui considerato) abbiano avviato un processo di ripensamento dei contenuti dell'*entire fairness test* che sembrerebbe poter condurre a un suo definitivo superamento che lascerebbe il posto, con riferimento – si intende – alle transazioni poste in essere in conflitto di interessi, ad un *test* basato sulla verifica dell'esistenza delle condizioni di un "*fully informed consent*".

### 28.1.1. La problematicità del diritto vivente

Secondo la giurisprudenza statunitense, la regola della *common shareholder maximization* si impone – come si è visto<sup>520</sup> – in termini assoluti, a prescindere sia dalle scelte private fatte in punto di allocazione dei poteri decisionali (cioè dai rapporti di forza esistenti in seno agli organi sociali); sia dalla circostanza che le scelte adottate a tal fine siano anche idonee a massimizzare la complessiva ricchezza comune.

Pur certamente riuscendo a proteggere l'imprenditore a fronte della opportunistica scelta del *venture capitalist* di procedere a *trade sale* distruttive di valore maligne<sup>521</sup>, al diritto vivente si accompagnano importanti effetti collaterali.

La più immediata e forse vistosa delle conseguenze della soluzione adottata dalle corti statunitensi è la tendenziale insindacabilità delle scelte dell'imprenditore “*under-water*” che sia “*in control*”, in quanto la prospettiva della più remota *chance* minimo di profitto vale a rendere certamente difendibile in sede giudiziale la scelta di non procedere a una *trade sale* premiante ma inidonea a massimizzare la propria ricchezza<sup>522</sup>.

---

<sup>520</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 27.2.1 e, *amplius*, Capitolo II, *sub* §§ 23.2.1.2 e 23.2.2.

<sup>521</sup> Nega che la decisione resa dalla corte di *Trados* sia idonea ad apprestare una tutela adeguata in favore dell'imprenditore A.M. KATZ, *Addressing the Harm to Common Shareholders in Trados and Nine Systems*, (2018), in *Columbia Law Review (Online)* 118, pp. 234 ss., sostenendo, tra l'altro, che sia compito del diritto societario consentire all'imprenditore di perseguire *qualsiasi opportunità di profitto* anche sacrificando l'interesse di altri investitori.

<sup>522</sup> Tanto lascia intendere la vicenda *Equity-linked v. Adams* (su cui cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 23.2.2.1). Pur se nella manualistica spesso derubricata a semplice momento di consolidamento dell'orientamento giurisprudenziale che protegge la discrezionalità dell'organo amministrativo controllato dai *common shareholders* nell'intraprendere azioni che intaccano l'interesse dei *preferred shareholders* nei limiti in cui non intacchino i loro diritti di natura contrattuale, quel *case-law* concerne invero una vicenda in cui era osservabile una conclamata forma di opportunismo dell'imprenditore in danno del *venture capitalist* (di come, più precisamente, “*a[n] ... entrepreneur can strip value [from a venture capitalist]*”: così W.W. BRATTON, *Corporate Finance, cit.*, p. 880, ove anche una discussione dei molteplici profili di specialità della vicenda), al quale *illo tempore* la corte non seppe ovviare, perché sedotta da una meccanica applicazione della regola della *common shareholder value maximization* che, nei fatti, si risolse nella imposizione al *venture capitalist* della scelta

Ai fini che qui rilevano, però, preme soffermarsi sulle conseguenze che da quell'orientamento scaturiscono in quegli scenari, sopra in generale delineati e nel contesto statunitense oggetto delle più discusse pronunce giurisprudenziali<sup>523</sup>, in cui sia il *venture capitalist* a dover assumere la decisione del caso concreto.

#### 28.1.1.1. L'assolutezza della regola di protezione dell'imprenditore

Il diritto vivente oggi impone al *venture capitalist* che si misuri con l'alternativa tra la preservazione dell'indipendenza dell'impresa e la *trade sale* di optare per la soluzione strumentale alla massimizzazione della ricchezza dell'imprenditore.

Ciò logicamente implica l'emersione di due problemi: al *venture capitalist* infatti si imporrebbe, da un lato, di preservare l'indipendenza dell'impresa nonostante ciò comporti la distruzione di una frazione della complessiva ricchezza comune; e, dall'altro lato, di astenersi da una *trade sale* distruttiva di valore sempre e comunque, dunque indipendentemente dalla circostanza, *ex contractu* invece dirimente, che l'operazione sia preordinata all'opportunistico perseguimento di un interesse di parte o all'esercizio di una prerogativa del *venture capitalist* risultante dai complessivi contenuti dell'accordo tra le parti.

Per meglio intendersi: la assolutizzante applicazione della regola della massimizzazione della ricchezza dei *common shareholders* fa sì che al *venture capitalist* si imponga sia di rinunciare a una *trade sale* idonea a massimizzare la complessiva ricchezza comune ma inidonea a massimizzare quella dell'imprenditore e dunque di preservare l'indipendenza dell'impresa anche se ove tale opzione comporti la distruzione di una frazione della complessiva ricchezza comune; sia di preservare l'indipendenza dell'impresa in quelle situazioni in cui gli era stato pattiziamente fatto potere di trasferirne gli *assets* a un terzo

---

dell'imprenditore di preservare l'indipendenza dell'impresa nonostante la distruzione di una frazione della complessiva ricchezza comune che ne scaturì.

<sup>523</sup> Cfr. *supra*, rispettivamente, Capitolo I, *sub* § 18; e Capitolo II, *sub* § 23.2.2.



acquirente a un prezzo che non avrebbe riflettuto appieno il valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza.

In sintesi, la disciplina enucleata dalle corti statunitensi sovverte, quantomeno in buona parte, i contenuti delle regole delineate dai privati e, con ciò, provoca – *recte*: crea le basi perché si pervenga – a una redistribuzione della ricchezza generata dalla relazione contrattuale e, dunque, a una situazione inefficiente.

#### 28.1.1.2. La “ricattabilità” del *venture capitalist*

Le conseguenze di tale impostazione sono intuibili. In punto di fatto al *venture capitalist* è ovviamente sempre consentito di optare per una scelta diversa da quella che si imporrebbe in applicazione della regola della massimizzazione della ricchezza dei *common shareholders*.

Nondimeno, il *venture capitalist* il quale, non importa se nella prospettiva di massimizzare la complessiva ricchezza comune o di esercitare prerogative contrattuali, assuma una decisione inidonea a massimizzare la ricchezza dell'imprenditore sarebbe sol perciò “rimproverabile”: si esporrebbe cioè al rischio di iniziative giudiziali volte a provocare l'*enforcement* della regola cui non si è spontaneamente conformato.

Detto altrimenti, il *venture capitalist* sarebbe ricattabile: potrebbe bensì procedere alla *trade sale*, ma esponendosi al rischio di una controversia in cui, precedenti alla mano, potrebbe finire per essere parte soccombente. Il *venture capitalist* potrebbe allora preferire indennizzare *ex ante* l'imprenditore per la perdita delle *chances* di potenziale profitto associate alla continuazione dell'impresa<sup>524</sup>, rinunciando a una frazione della ricchezza generata dalla relazione e dunque, in definitiva, accettando di rinegoziare le originarie regole contrattuali.

---

<sup>524</sup> Gli arresti giurisprudenziali più recenti “...leave the venture capitalist with a Hobson's choice: either sell into litigation risk or make a side payment directly to the underwater common in exchange for the holdup value the case creates”: W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1888.

Tale esito, tuttavia, altererebbe profondamente la logica economica della relazione contrattuale<sup>525</sup>; e il *venture capitalist* prima, e il mercato di riferimento, poi, sarebbero a quel punto costretti a misurarsi con le inefficienze di cui si è già ampiamente detto<sup>526</sup>.

Le segnalate disfunzionalità della regola della *common shareholder value maximization* e gli effetti collaterali che ne scaturiscono sul piano privato e anche sociale sono di per sé sufficienti a giustificare la premura con cui la letteratura si è da subito preoccupata di sollecitare un ripensamento degli approdi giurisprudenziali da cui essa origina.

A caldeggiare tale ripensamento è però anche una considerazione ulteriore, che vale a spostare il discorso dal piano, per così dire, economico-utilitaristico a quello squisitamente concettuale e positivo, al fine ultimo di evidenziare le ragioni ultime e dunque il limite fondamentale della scelta delle corti di pervenire al riconoscimento della generalizzata prevalenza dell'interesse dei *common shareholders*.

#### 28.1.2. Profili di debolezza concettuale e positivi

La semplice lettura delle decisioni rese dalla giurisprudenza statunitense – e, in particolare, del provvedimento pronunciato a regolamentazione dell'ultima delle tre vicende considerate – ingenera immediatamente l'impressione che il ragionamento sviluppato dalle corti, pur motivato dalla virtuosa aspirazione ad apprestare una tutela in favore dell'imprenditore contro il rischio di *trade sales* opportunistiche, non abbia tenuto in debito conto il fondamento concettuale ed operativo della regola della massimizzazione della ricchezza dei *residual claimants* e dunque dei *common shareholders*: sembra, cioè, che le corti, nel

---

<sup>525</sup> Così, sul punto, E. TALLEY - P.R BARTLETT III, *loc. ult. cit.*

<sup>526</sup> Cfr. W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, p. 1877, ove il rilievo secondo cui “[an] unmitigated rule of common stock maximization ... chills value-maximizing deals”; e p. 1904, ove la complementare notazione secondo cui “[l]egal interventions that undercut these bargained-for risk allocations chill capital raising and, in the long run, raise the cost of equity capital at the shareholders' expense”.

patrocinarne una indiscriminata applicazione, abbiano omissis di considerare che la regola della massimizzazione della ricchezza dei *common shareholders* non è concettualmente fine a sé stessa, ma operativamente strumentale alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune – ossia, alla massimizzazione del valore dell’impresa nella sua interezza<sup>527</sup>.

Sul punto – se ne è consapevoli – si impone di elaborare.

#### 28.1.2.1. La strumentalità della regola

Il dato da cui far principiare il ragionamento è il seguente: a recepimento degli insegnamenti di finanza aziendale<sup>528</sup>, il diritto societario statunitense eleva a regola di *default* quella secondo cui obiettivo della gestione dell’impresa è quello di massimizzarne il valore nella sua interezza<sup>529</sup>.

Proprio in vista del perseguimento di tale obiettivo, il diritto societario statunitense “fa affidamento” sui *residual claimants* e dunque sugli *shareholders*, sull’assunto – come noto – che, stante la natura

---

<sup>527</sup> Caustiche sul punto le notazioni di P.R. BARTLETT III, *Shareholder Wealth*, cit., p. 256, ove il rilievo secondo cui “ ... *this puzzling and unfortunate state of affairs is the result of several recent Delaware chancery opinions that have erroneously confused shareholder wealth maximization as a means to maximize firm value with shareholder wealth maximization as an end in itself*”.

<sup>528</sup> Cfr. per esempio A. DAMODARAN, *Applied Corporate Finance*, Hoboken (NJ), Wiley & Sons, 2010 (3a ed.), pp. XI-565, spec. p. 3, ove il rilievo secondo cui “[t]he objective in conventional corporate financial theory when making decisions is to maximize the value of the business or firm”; e, nella letteratura giuseconomica, P.R. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization*, cit., p. 257, nt. 7 e testo corrispondente.

<sup>529</sup> Cfr. P.R. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization*, cit., p. 257, nt. 7, ove il rilievo secondo cui, in base al diritto statunitense, “where maximizing firm value is not the intended goal for a firm, its promoters will generally be required to contract explicitly concerning the firm's ultimate goal or to choose a noncorporate form of organization”, adducendo come esempio di riconoscimento legislative di tale onere la disciplina delle società *benefit*, che prevede che il relativo statuto possa identificare “one or more specific public benefits that it is the purpose of the benefit corporation ... in addition to [the purpose of engaging in any lawful business]”.

residuale delle pretese finanziarie che costoro possono avanzare in relazione alla ricchezza prodotta<sup>530</sup>, siano a essi riferibili gli incentivi ottimali a massimizzare la complessiva ricchezza comune<sup>531</sup>, cioè il valore dell'impresa nella sua interezza.

Stante, però, la situazione di separatezza quantomeno formale tra titolari e gestori dell'interesse alla massimizzazione del *residual* osservabile nell'ambito delle società con struttura organizzativa autenticamente corporativa<sup>532</sup>, l'ordinamento non può fare neanche a meno di imporre agli amministratori di assumere le scelte idonee a massimizzare la ricchezza dei *residual claimants*.

La preordinazione, per scelta di diritto positivo, del processo di *decision-making* consiliare al perseguimento dell'obiettivo *immediato*

---

<sup>530</sup> Ciò in quanto “[a] *residual claimant is a person whose relationship to the firm gives rise to a significant residual interests in the firm’s success*”: B.S. BLACK, *Corporate Law and Residual Claimants - Berkeley Program in Law and Economics, Working Paper Series* (1999), disponibile all’indirizzo <<https://escholarship.org/uc/item/5746q7pj>>, p. 5. Incentivi analoghi non sono invece riferibili, almeno in linea di massima, ai senior financial claimants, in via di prima approssimazione identificabili innanzitutto con i creditori: cfr. infatti F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Limited Liability, cit.*, p. 91, ove si nota come “[c]reditors are generally more risk averse than stockholders” e possono perciò assumere decisioni che denotano l’assunzione di un subottimale livello di rischio; ma anche, in senso analogo, J.R. MACEY, *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties* (1991), in 21 *Stetson Law Review*, pp. 23 ss, spec. pp. 28-29.

<sup>531</sup> Cfr. per esempio J.M. FRIED - M.A. GANOR, *cit.*, p. 972, ove si nota come “[i]n a typical corporation” accade di regola che i *common shareholders* esercitino il controllo del processo decisionale e senza che abbiano doveri fiduciari nei confronti dei *preferred shareholders* e come ciò si spieghi bene proprio perché “because, among other reasons, common shareholders generally have the greatest incentive to increase corporate value”. In difesa della *shareholder value maximization norm*, oltre a F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law* (1983), in 26 *Journal of Law & Economics*, pp. 395 ss., spec. p. 403, cfr. S.M. BAINBRIDGE, *In Defense of the Shareholder Value Maximization Norm: A Reply to Professor Green* (1993), in 50 *Washington & Lee Law Review*, pp. 1423 ss.; e ancora J.R. MACEY, *An Economic Analysis, cit.*, pp. 23-24.

<sup>532</sup> In generale, in tema, cfr. J. ARMOUR - H. HANSMANN - R. KRAAKMAN - M. PARGLENDER, *What is Corporate Law* e soprattutto J. ARMOUR - L. ENRIQUES - H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, entrambi in in R. KRAAKMAN - J. ARMOUR - P. DAVIES - L. ENRIQUES - H. HANSMANN - G. HERTIG - K. HOPT - M. PARGLENDER - W.-G. RINGE - E. ROCK, *cit.*, rispettivamente, pp. 1 ss. e 49 ss.

della massimizzazione della ricchezza dei *residual claimants* si spiega, però, proprio in quanto essa è strumentale al perseguimento dell'obiettivo ultimo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune<sup>533</sup>.

#### 28.1.2.2. La relatività dei presupposti di applicazione

Il rapporto di strumentalità della regola della *shareholder value maximization* rispetto all'obiettivo della massimizzazione della ricchezza complessiva, tuttavia, non è immutabile: infatti, sebbene in linea di massima le decisioni gestorie idonee a massimizzare la ricchezza dei *residual claimants* siano idonee – per quanto già rilevato – anche a massimizzare la complessiva ricchezza comune, non sarebbe affatto corretto concludere che sia sempre e comunque così<sup>534</sup>.

Al contrario, in certe situazioni la decisione idonea a massimizzare la ricchezza dei *residual claimants* non è invece idonea anche a massimizzare la complessiva ricchezza comune e può, anzi, condurre a un'inefficiente distruzione di valore.

Sia al riguardo consentito ricorrere ancora una volta ad un esempio, che muove dalla considerazione dello scenario in cui un creditore CR vanta nei confronti di Alfa, che è ora società con struttura finanziaria piana partecipata da un socio SH, un credito di importo pari a 40 milioni.

---

<sup>533</sup> Cfr. ancora P.R. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization*, cit., p. 258, ove, ad illustrazione dell'argomento della natura strumentale della regola della *shareholder wealth maximization*, una varietà di rilievi, tra cui quello secondo cui l'apprezzamento “[of] the useful role a shareholder wealth maximization norm” dipende dalla capacità di ricostruirne, sul piano concettuale, e declinarne, sul piano operativo, i contenuti in modo tale da concepirla “as a means to [the] end [of firm value maximization]”.

<sup>534</sup> W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1886, ove, a critica dei più recenti approdi giurisprudenziali, si nota come le corti abbiano errato nel generalizzare l'applicazione della regola della massimizzazione della ricchezza dei common shareholders in quanto, sebbene “... maximizing for the common, which captures the risky marginal gain, also maximizes value for the enterprise as a whole”, è anche vero che “... that is not always the case”.

	<i>Valore</i>	<i>Probabilità</i>	<i>Payoff di CR ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di Alfa ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di SH ponderato con Probabilità</i>
<b>Valore di liquidazione</b>	40M	100%	<b>40M</b>	<b>40M</b>	<b>0M</b>
Scenario favorevole	41M	10%	40M*0,1 =4M	41M*0,1 =4,1M	1M*0,1 =0,1M
Scenario sfavorevole	0M	90%	0M*0,9 =0M	0M*0,9 =0M	0*0,9 =0M
<b>Valore medio atteso</b>			<b>4M</b>	<b>4,1M</b>	<b>0,1M</b>

Tabella 9. Massimizzazione per i *residual claimants* con notevole distruzione di valore.

Atteso che  $0.1 > 0$ , la formalistica applicazione regola della massimizzazione della ricchezza di SH imporrebbe di preservare l'indipendenza dell'impresa e sacrificare 35.9 (= 40M - 4.1M) milioni di complessiva ricchezza comune, laddove invece, in virtù del riconoscimento delle finalità ultime della regola, sarebbe possibile, anzi doveroso, pervenire alla decisione di trasferire gli *assets* dell'impresa, pur se a costo di privare SH della possibilità di perseguire le opportunità di modesto profitto associate alla soluzione alternativa.

Ora, ancorché certamente estremo, lo scenario esemplificativamente delineato vale a far luce sulle inefficienze associate alla indiscriminata applicazione della regola della massimizzazione della ricchezza dei *residual claimants* e prelude a un ulteriore ordine di considerazioni.

Si noti, infatti, che, poiché – come si è visto – la regola della massimizzazione della ricchezza dei *residual claimants* si giustifica in ragione della circostanza che a costoro, proprio per via della natura residuale della pretesa finanziaria che possono avanzare in relazione alla complessiva ricchezza comune, sono riferibili gli incentivi ottimali ad assumere le decisioni idonee a massimizzarla, reiterarne l'automatica e indiscriminata applicazione a prescindere dalla considerazione delle caratteristiche delle situazioni concretamente osservabili significherebbe convalidare scelte distruttive di valore, in manifesto contrasto con la logica di fondo che sul piano concettuale fonda e sul piano operativo giustifica quella stessa regola.

I presupposti affinché la regola della massimizzazione della ricchezza dei *residual claimants* possa risultare strumentale alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune vengono meno in particolare in quelle situazioni in cui, al netto delle suggestioni indotte dalle categorie formali, l'impresa si trovi “*in the twilight zone*” e perciò presenti un profilo di rischio tale da elevare a veri *residual claimants* dell'impresa i *senior financial claimants*<sup>535</sup>.

In situazioni del genere, in cui l'applicazione della regola della massimizzazione del valore per i *residual claimants* potrebbe condurre a scelte distruttive di valore, si impone, allora, di accantonarla, a favore di un approccio che orienti il processo di *decision-making* alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune, indipendentemente – non vi è bisogno di dirlo – dalla circostanza che la decisione cui tale approccio conduce sia idonea o inidonea a massimizzare anche la ricchezza dei *residual claimants*.

La regola della *shareholder value maximization* dunque si impone solo e soltanto nei limiti in cui essa sia idonea a garantire il perseguimento *mediato* dell'obiettivo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune; laddove invece la scelta di preordinare il processo di *decision-making* sempre e comunque al perseguimento di obiettivi di massimizzazione della ricchezza dei soci sarebbe difendibile solo a condizione di prescindere dal già segnalato rapporto di strumentalità della regola della *shareholder value maximization* rispetto agli obiettivi di massimizzazione della complessiva ricchezza comune: a condizione, cioè, di accettare il trapasso da una concezione strumentale, corretta, della regola della *shareholder value maximization* a una concezione di essa autenticamente finalistica, perciò inesatta, perché inidonea ad assicurare il perseguimento del fine della massimizzazione

---

<sup>535</sup> Come la giurisprudenza statunitense ha chiarito, “[i]n insolvency, creditors, as residual claimants to a definitionally-inadequate pool of assets become exposed to substantial risk as the entity goes forward . . . . The elimination of the stockholders’ interest in the firm and the increased risk to creditors is said to justify imposing fiduciary obligations towards the company’s creditors on the directors”: cfr. Prod. Res. Grp., LLC v. NCT Grp., Inc., 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004).

della complessiva ricchezza comune in vista del quale essa si giustifica<sup>536</sup>.

### 28.1.2.3. Implicazioni sul piano della protezione dell'imprenditore

Il pur essenziale ragionamento ora esposto, che talune importanti pronunce giurisprudenziali (poi in parte fraintese) hanno sanzionato (così riconoscendone il fondamento positivo)<sup>537</sup>, fornisce tutti gli elementi principali rilevanti nell'ottica dell'apprezzamento dei limiti entro cui la regola della massimizzazione della ricchezza dei *common shareholders* può dirsi concettualmente corretta e perciò applicativamente difendibile anche con riferimento alle *venture capital-backed firms*.

Il contrasto che può venire ad esistenza in seno a una *venture capital-backed firm* che racchiuda un valore modesto non è – come può

---

<sup>536</sup> P.R. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization*, cit., p. 256.

<sup>537</sup> Ci si riferisce, in particolare, alla decisione resa (peraltro avvalendosi dell'apparato concettuale già rinvenibile in *Bovay v. H.M. Byllesby & Co.* 38 A.2d 808, 813 (Del. 1944)), che aveva descritto l'impresa insolvente come proprietà “*administered in equity as a trust*” nell'interesse dei creditori) nella vicenda *Credit Lyonnais Bank Nederland NV v. Pathe Commc'ns Corp.* (Del. Ch. Dec. 30, 1991), in cui molti avevano rinvenuto appunto il riconoscimento dell'esistenza, in capo agli amministratori, di *fiduciary duties* nei confronti dei creditori; ma che deve più correttamente essere letta (lo spiegano bene D.G. BAIRD - T. HENDERSON, cit., p. 1326) nel senso che “*th[e] notion of fiduciary duty owed to shareholders should not [per sé] prevent the directors from taking actions that were in the creditor's interest and in the interest of the firm as a whole*”. La giurisprudenza successiva ha però esplicitamente negato che sugli amministratori gravino “altri” doveri fiduciari: cfr. *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. Ch., 2007); *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young* 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006); e *Quadrant Structured Products Co. v. Vertin* 102 A.3d 155 (Del. Ch. 2014) (su cui tutte v. il breve ma utile commento di M.S. HUEBNER - D.S. KLEIN, *The Fiduciary Duties of Directors of Troubled Companies* (2015), in *American Bankruptcy Institute Journal* 15, pp. 12 ss.). Muovendo dall'idea che il riconoscimento della rilevanza dell'interesse dei creditori implichi anche l'enucleazione in capo agli amministratori di “ulteriori” doveri fiduciari (e viceversa), i commentatori tuttavia generalmente tendono a ritenere che la giurisprudenza successiva, negando l'esistenza di tali doveri fiduciari, abbia anche detto irrilevante l'interesse dei creditori nel contesto del processo di *decision-making* consiliare (cfr. per esempio S. WILLETT, “*Gheewalla*” and the Director's Dilemma (2009), in *The Business Lawyer* 64, pp. 1087 ss.): il che – proprio in ragione di quanto testè osservato – non appare affatto corretto, neanche dal punto di vista meramente logico.



agevolmente intendersi – affatto diverso da quello che emerge in seno a una “normale” impresa che si trovi in situazione di crisi<sup>538</sup>, perché anche in seno ad essa vengono a quel punto ad esistenza i presupposti per un conflitto tra i titolari di pretese finanziarie eterogenee che guardano alle diverse opzioni disponibili con occhio diverso.

Sia al riguardo consentito procedere ad un ulteriore esempio.

	<i>Valore</i>	<i>Probabilità</i>	<i>Payoff di VC ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di Alfa ponderato con Probabilità</i>	<i>Payoff di EN ponderato con Probabilità</i>
<b>Offerta di acquisto</b>	40M	100%	<b>40M</b>	<b>40M</b>	<b>0M</b>
Scenario favorevole	41M	10%	40M*0,1 = <b>4M</b>	41M*0,1 = <b>4,1M</b>	1M*0,1 = <b>0,1M</b>
Scenario sfavorevole	0M	90%	0M*0,9 = <b>0M</b>	0M*0,9 = <b>0M</b>	0*0,9 = <b>0</b>
<b>Valore medio atteso</b>			<b>4M</b>	<b>4,1M</b>	<b>0,1M</b>

Tabella 10. Massimizzazione per i *residual claimants* con notevole distruzione di valore.

L’esempio concerne lo scenario delineabile sulla scorta della tabella che precede e che perciò replica, con taluni adattamenti meramente formali<sup>539</sup>, quello poco sopra richiamato per illustrare gli effetti “collaterali” scaturenti dalla indiscriminata applicazione della regola della massimizzazione della ricchezza per i *residual claimants*, che qui – non vi è bisogno di dirlo – si identificano con i *common shareholders*.

In una situazione del genere, la soluzione che, nella prospettiva della massimizzazione della complessiva ricchezza comune, si imporrebbe di adottare è senza dubbio rappresentata dalla *trade sale*, i cui proventi sarebbero esclusivo appannaggio di VC. Ciò nonostante, in

<sup>538</sup> C.R. KORSMO, *cit.*, pp. 1203-2015, ove si discute della plausibilità dell’accostamento delle situazioni nel testo descritte e si presenta come possibile la uniformazione del relativo trattamento regolatorio; nonché, per un utile esempio, D.G. BAIRD - M.T. HENDERSON, *cit.*, p. 1331.

<sup>539</sup> La tabella qui riprodotta è identica, nei numeri, a quella precedente: in luogo di un rinvio a quest’ultima, tuttavia, si è, per mera comodità, ritenuto di riprodurla con talune minimali che concernono – come si intende – la posizione già di EN e VC, che ora è occupata da SH e CR.

applicazione della regola della *value maximization for the common shareholders* difesa dalle corti statunitensi, VC dovrebbe astenersi dal trasferire il controllo totalitario dell'impresa nonostante *ciò comporti la distruzione di una data frazione della complessiva ricchezza comune* (nel caso di specie pari a 35.9M).

Tale esito, però, contrasterebbe apertamente con la logica di fondo che – come si è visto – informa la regola della massimizzazione della ricchezza dei *residual claimants*, alla luce della quale si impone di farne applicazione soltanto se e nei limiti in cui il perseguimento di tale obiettivo prelude al perseguimento dell'obiettivo ultimo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune.

Pertanto, a meno che non si intenda ipotizzare di fare applicazione di una regola che postula la sussistenza di presupposti qui evidentemente insussistenti<sup>540</sup> e si decida di ignorare o tollerare gli effetti collaterali associati alla scelta che ne conseguirebbe<sup>541</sup>, in una situazione del genere si imporrebbe di ancorare il processo di *decision-making* al perseguimento dell'obiettivo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune, senza “affidarsi” alla mediazione della regola della *value maximization for the residual claimants*.

Sulla scorta del ragionamento articolato, può allora concludersi che la regola della massimizzazione della ricchezza dei *common shareholders*, pur se nei limiti della strumentalità certamente difendibile, non può trovare applicazione *sempre e comunque*, se non a costo di sacrificarne la logica che ne rappresenta il vero fondamento concettuale e ne giustifica l'operatività.

---

<sup>540</sup> P.R. BARTLETT III, *cit.*, p. 257, ove il rilievo secondo cui la regola della *shareholder value maximization* non può rappresentare il “*benchmark for all directors' decisions*”, in quanto, spiegato come la regola della *shareholder value maximization* si giustifichi in certi contesti sulla base di considerazioni efficientistiche, in cui allora merita incondizionata osservanza, non può anche valere a giustificare la scelta di farne applicazione anche in quei contesti in cui, invece, difettano le condizioni che ne legittimano l'applicazione, così elevandola a generale parametro di valutazione delle scelte degli amministratori.

<sup>541</sup> W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, p. 1886, ove la notazione secondo cui la scelta di insistere “*on a preference for the common stock, holds out perverse incentives where maximizing for the common sacrifices enterprise value*”.

In sintesi e per concludere: (i) la regola della *value maximization for the residual claimants* (siano essi *shareholders* contrapposti ai creditori o *common shareholders* contrapposti a *preferred shareholders*) ha natura strumentale, nel senso che, sul piano sia concettuale che positivo, essa si giustifica se ed in quanto, in applicazione di essa possa pervenirsi alla massimizzazione della complessiva ricchezza comune; mentre (ii) in certi frangenti farne applicazione significherebbe legittimare quelle scelte che preludono alla distruzione di quella complessiva ricchezza comune di cui essa è invece preordinata, pur indirettamente, a garantire la massimizzazione.

Se rettamente applicata, la regola della *value maximization for the common shareholders* certamente permetterebbe al *venture capitalist* di optare per una *trade sale* che massimizzi la complessiva ricchezza comune a prescindere dalla circostanza che essa risponda anche all'interesse di parte dell'imprenditore<sup>542</sup>.

#### 28.1.2.4. *Firm value-maximization* e buona fede

Se, accogliendo i rilievi critici formulati da una vasta e autorevole letteratura, le corti statunitensi si lasciassero alle spalle l'orientamento corrente e patrocinassero una più corretta applicazione di quella regola, l'intervento eteronomo sarebbe idoneo a proteggere l'imprenditore dalle *trade sales* di valore maligne, senza perciò consentirgli di ricattare – per quanto già rilevato – il *venture capitalist* il quale abbia assunto la scelta idonea a massimizzare la complessiva ricchezza comune ma non anche quella dell'imprenditore.

Tuttavia, nella prospettiva dell'apprestamento di una efficace risposta regolatoria ai problemi posti dalla relazione tra *venture capitalist* e imprenditore e in particolare nell'ottica della enucleazione di una disciplina in grado di accogliere la distinzione tra *trade sales* e *trade sales*, persino tale approdo potrebbe nel complesso rivelarsi insufficiente.

---

<sup>542</sup> *Id.*, p. 1887.

Infatti, se anche la regola della *value maximization for the common shareholders* trovasse retta applicazione e se anche, quindi, alla valutazione delle scelte degli amministratori si pervenisse sulla base della idoneità delle stesse a massimizzare la complessiva ricchezza comune, la disciplina in concreto risultante da questo *revirement* comunque continuerebbe a presentare non trascurabili profili di problematicità.

Si consideri, infatti, da un lato, che i contenuti dell'accordo tra *venture capitalist* e imprenditore sono – come si è visto – tali da contemplare la possibilità di una *trade sale* distruttiva di valore benigna, vale a dire una “*cash-for-stock merger at below firm value*”; e, dall'altro lato, che gli amministratori di una *venture capital-backed firm* gravati dall'obbligo di massimizzare la complessiva ricchezza comune che, nell'esercitare la *termination option* dedotta in contratto, decidano di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore verserebbero, in base al diritto statunitense, in una situazione di conflitto di interessi analoga, almeno per le conseguenze che ne scaturirebbero, a quella in cui essi si sarebbero trovati in base all'orientamento corrente.

In altri termini, la scelta di sostituire alla regola della *value maximization for the common shareholders* quella della (*value maximization for the common shareholder* nei limiti in cui essa sia strumentale alla) massimizzazione della complessiva ricchezza comune non consentirebbe al *venture capitalist* di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore in nessun caso, e dunque neanche in quegli scenari in cui gli accordi presi contemplavano la possibilità di un diverso esito.

Per risolvere il problema gli interpreti avevano originariamente tentato di escludere la sindacabilità delle scelte degli amministratori secondo canoni autenticamente fiduciari<sup>543</sup>; ma si è più di recente rilevato come tale soluzione invero si basi sulla precaria premessa della derogabilità del *duty of loyalty* degli amministratori<sup>544</sup> e, inoltre, come al

---

<sup>543</sup> D.G. BAIRD - T. HENDERSON, *cit.*, pp. 1332-1333, ove si muove dall'enfaticizzazione degli approdi cui è pervenuta certa giurisprudenza con riferimento all'esperienza delle *close corporations* (e, in particolare dalla decisione resa nel caso *Ingle v. Glamore Motor Sales, Inc.*, 535 N.E.2d 1311, 1313 (N.Y. 1989)) per ipotizzare una soluzione analoga

<sup>544</sup> Cfr. W.W. BRATTON - M.L. WACHTER M.L., *A Theory*, *cit.*, p. 1895.

fine di neutralizzare le conseguenze di una disciplina che faccia gravare sugli amministratori un generalizzato obbligo di massimizzazione della complessiva ricchezza comune, sia preferibile tenere fermo il dovere di fedeltà dei componenti dell'organo amministrativo, ma al tempo stesso parzialmente rimodularne, in linea con quanto ormai la letteratura si sforza di fare in ben più ampia prospettiva<sup>545</sup>, i contenuti in considerazione della peculiarità delle caratteristiche della specifica relazione di *business*.

Si è cioè proposto, peraltro non senza suscitare critiche<sup>546</sup>, che, almeno in quei frangenti in cui il contratto tra le parti contempra la possibilità di una *trade sale* distruttiva di valore benigna, le decisioni assunte dagli amministratori nell'interesse del *venture capitalist* siano apprezzate non già, come da regola generale, in ragione della loro idoneità a massimizzare la complessiva ricchezza comune; ma in quanto assunte, proprio in considerazione della specialità dei contenuti degli accordi tra le parti, in buona fede<sup>547</sup>.

Più precisamente, a soluzione del problema scaturente dalla applicazione della più tradizionale e monolitica declinazione dell'*entire fairness test* incentrata sul riferimento all'idoneità di una data decisione consiliare a massimizzare la complessiva ricchezza comune, questa

---

<sup>545</sup> Che la disciplina dei doveri fiduciari degli amministratori sia “piatta” e “monolitica” è affermazione assai ricorrente nella letteratura statunitense e va di pari passo con la formulazione di proposte circa la preferibilità di un approccio che ancori la modulazione di tali doveri a una serie di elementi: cfr., su tutti, M. GELTER - G. HELLERINGER, *Lift not the Painted Veil! To Whom Are Directors' Duties really Owed?* (2015), in *Illinois Law Review* 2015, pp. 1069 ss., ove anche ampi riferimenti di bibliografia.

<sup>546</sup> Cfr., in particolare, L.E. STRINE Jr., *cit.*, *passim*, ma spec. pp. 2035 ss., ove, in sintesi, sul duplice presupposto che non sarebbe condivisibile l'idea che il contratto tra *venture capitalist* e imprenditore contempra il potere del *venture capitalist* di distruggere in certi frangenti valore e che comunque *de jure condito* la scelta delle parti di costituire una società sarebbe incompatibile con l'idea che a una parte possa essere consentito di distruggere valore per perseguire propri interessi (persino ove sanzionati in contratto), si nega la validità della scelta di consentire al *venture capitalist* di beneficiare dell'alleggerimento dell'*entire fairness test* scaturente dalla proposta di certi interpreti di sostituire all'onere di dimostrare di aver agito *per massimizzare il valore dell'impresa* quello di provare di aver agito *in buona fede*.

<sup>547</sup> Cfr. ancora W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, pp. 1898 ss., spec. p. 1900.

letteratura ipotizza che, con precipuo riferimento all'ipotesi di *trade sale* distruttiva di valore, la condotta del *venture capitalist* – recte: la decisione assunta a livello consiliare dagli amministratori che siano promanazione del *venture capitalist* – possa dirsi leale e fedele ogniqualvolta si sia proceduto a una *trade sale* che, pur se distruttiva di valore, ha tuttavia centrato l'obiettivo di conseguire “*the best deal available*” sul mercato delle acquisizioni<sup>548</sup>.

Una tale rimodulazione dei contenuti dei doveri fiduciari degli amministratori di una *venture capital-backed firm* sarebbe più aderente ai contenuti contrattuali e implicherebbe che il *venture capitalist* possa in pratica bensì procedere, nel legittimo esercizio della *termination option* dedotta in contratto, alla *trade sale* che sacrifichi una frazione della complessiva ricchezza comune; ma dovrebbe, appunto in buona fede, conseguire sul mercato delle acquisizioni il miglior prezzo possibile o, meglio, procedere a quella che “*reasonably [is deemed] to be the best available transaction*”<sup>549</sup> e, nel caso in cui l'imprenditore lamenti in giudizio la *unfairness* del risultato, dimostrare, per effetto dell'inversione dell'onere della prova associato all'*entire fairness test*, di aver agito ragionevolmente e in buona fede<sup>550</sup>, senza che rilevi l'idoneità della scelta assunta a massimizzare la complessiva ricchezza comune.

### 28.1.3. Le possibili soluzioni di *private ordering*

La constatata problematicità della disciplina enucleata dalle corti statunitensi, in uno con la freddezza con cui gli interpreti hanno accolto la proposta di ripensare, almeno con riferimento a certe situazioni, i concreti contenuti del *duty of loyalty* degli amministratori<sup>551</sup>, ha stimolato

---

<sup>548</sup> *Id.*

<sup>549</sup> *Id.*, p. 1900.

<sup>550</sup> *Id.*

<sup>551</sup> Cfr. ancora L.E. STRINE *Jr.*, *cit.*, *loc. ult. cit.*, ma anche *passim*.

la ricerca di possibili soluzioni utili a riallineare la disciplina della *trade sale* agli effettivi *desiderata* delle parti.

Se ne viene subito dicendo, avvertendo però il cortese lettore sin da ora del fatto che – come si avrà modo di constatare – le rigidità della disciplina dei doveri fiduciari gravanti sugli amministratori della *venture capital-backed firm* risultano allo stato esser tali che il tentativo di pevenire ad una rimodulazione del contratto in termini più favorevoli al *venture capitalist* appare fundamentalmente destinato a fallire.

#### 28.1.3.1. *Sale Initiation e Drag-along Rights*

In teoria, la circostanza che nel contesto statunitense alla regola della *shareholder value maximization* si guardi – in linea con quanto pocanzi ad altro proposito rilevato<sup>552</sup> – come a una delle numerose regole di cui si compone il contratto sociale di *default*, cioè sì come conformato in applicazione della disciplina legale<sup>553</sup>, ne rende in linea di massima immaginabile la rimodulazione da parte di un *venture capitalist* interessato a sfruttare l’esplicito riconoscimento pretorio della rilevanza delle promesse esplicite fatte dai *common shareholders* ai *preferred shareholders* e, così, minimizzare il rischio che l’imprenditore possa adire l’autorità giudiziaria<sup>554</sup>.

A tal fine si è allora immaginato un accordo parasociale che, combinando la previsione del potere del *venture capitalist* di attivare il procedimento propedeutico alla fusione (un c.d. “*sale initiation right*”<sup>555</sup>)

---

<sup>552</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 27.1.2.

<sup>553</sup> W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, p. 1890.

<sup>554</sup> *Id.*, p. 1890, ove si nota come “[t]ypically, the burden to contract around the corporate law default rule falls on the preferred”.

<sup>555</sup> In quanto designato “*Electing Holder*”, il *venture capitalist* il quale eserciti detto diritto è in grado “*to force the company to initiate a sales process. Via this provision, the company would be required to take a number of affirmative steps towards the sale of the company. Among other actions, the company could be required to engage a banker, negotiate the terms and conditions for the sale of the company, keep the board abreast of material developments of the sale process, and call a meeting of the board to*

e l'obbligo dell'imprenditore di votare in favore dell'operazione a livello assembleare (il già segnalato *drag-along right*<sup>556</sup>), aspira a consentire al primo di procedere alla *trade sale* senza essere coinvolti nella procedura di approvazione a livello consiliare e esporsi all'eventuale veto del secondo in ambito assembleare<sup>557</sup>.

Anche a tacer d'altro<sup>558</sup>, il limite principale di questa soluzione è che essa sarebbe destinata a scontrarsi con la inderogabilità (*in parte qua*) della disciplina dei doveri fiduciari degli amministratori<sup>559</sup>.

Ove pure perfettamente conformata negozialmente ed implementata praticamente<sup>560</sup>, un accordo di tal fatta non varrebbe infatti

---

*approve the sale and enter into definitive sale agreements*": così J.D. GWOREK, *National Venture Capital Association Modifies Documents in Response to In Re Trados Case*, in *Morse Barnes-Brown Penderlton VC Insights Series*, 11 ottobre 2010, disponibile all'indirizzo <<http://www.mbbp.com/news/nvca-trados>>.

<sup>556</sup> Intuibilmente, l'esercizio del *sale initiation right* di cui si è pocanzi detto pone il *venture capitalist* nella posizione ideale "to exercise their drag-along rights with respect to a specific transaction": cfr. ancora J.D. GWOREK, *cit.*, *passim*; e di cui si è detto supra, in questo Capitolo, sub § 27.1.2.

<sup>557</sup> *Id.*, nelle conclusioni. Inutile dire che, in generale, la possibilità che l'imprenditore ponga il veto sull'operazione postula che il *venture capitalist* non disponga in sede assembleare dei voti sufficienti per procedere ad un'approvazione in solitaria. Si impone però di rilevare come a indurre il *venture capitalist* a ricercare tale soluzione anche quando disponga delle necessarie maggioranze è invero l'esigenza di provocare la disapplicazione dell'*appraisal right* e, soprattutto, di ottenere una sorta di "ratifica", in sede assembleare, da parte dell'imprenditore, così – almeno negli intenti di quei pratici che hanno pensato tale soluzione – da poter disporre di un ulteriore argomento nel caso di controversia per violazione dei doveri fiduciari.

<sup>558</sup> Cfr. ancora W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, *cit.*, p. 1891, ove si nota come, se la *venture capital-backed firm* ha solo *venture capitalist* e imprenditore, un accordo di questo genere sarebbe proponibile, ma come "[g]iven the layers of angel investors in the shareholder group, more complicated issues may arise. Assume that a venture capitalist sensibly conditions its provision of funds on 100% common assent to the shareholders' agreement. A less-than-angelic common holder might say no and ask to be removed with some of the proceeds of the financing. Therefore, once again, [this] means confronting holdouts."

<sup>559</sup> In tema, anche per gli opportuni riferimenti bibliografici, cfr. *supra*, Capitolo II, sub § 23.2, per quanto concerne le opportune specificazioni in merito alla inderogabilità del *duty of loyalty* degli amministratori (salvo che per quanto attiene alle *corporate opportunities*) e i rilievi concernenti la improbabile derogabilità di quello gravante sui soci di controllo.

<sup>560</sup> Cfr. nuovamente *Halpin v. Riverstone Nat'l, Inc.*, *cit.*



in alcun modo a scriminare a posteriori o anche soltanto a scusare a priori l'esercizio interessato delle proprie prerogative da parte degli amministratori<sup>561</sup>, che, stando all'orientamento giurisprudenziale in discorso, è appunto quanto si verifica allorquando gli amministratori nominati dal *venture capitalist* approvano un'operazione inidonea a massimizzare il *common shareholder value*.

Tanto ciò è vero che in un recente caso in cui l'imprenditore ha lamentato la violazione del *duty of loyalty* da parte degli amministratori, la corte si è rifiutata di procedere all'*enforcement* della disciplina pattizia in pendenza della controversia concernente la violazione del *duty of loyalty*<sup>562</sup>.

Se così fosse, una tale soluzione sarebbe, allora, del tutto inutile.

#### 28.1.3.2. Avocazione del potere di iniziativa e *Redemption Clause*

Una soluzione alternativa in astratto utile a consentire al *venture capitalist* di procedere alla *trade sale* senza doversi per forza misurare con le difficoltà scaturenti dalla applicazione dell'*entire fairness test* la si è allora ricercata in un'ancora più ingegnosa soluzione di *private ordering* consistente nella previsione statutaria in forza della quale una certa percentuale dei soci votanti (quantomeno la maggioranza) potrebbe

---

<sup>561</sup> Cfr. ancora BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1891, ove si legge come “[t]he issue is whether the shareholders’ advance consent somehow obviates or excuses the self-interested breach of the duty of loyalty that occurs in the boardroom, when the venture capitalist’s director designees approve a later deal. Arguably, no excuse follows because Trados situates the breach in the boardroom rather than framing the matter as a shareholder-level breach by a controller against a minority”.

<sup>562</sup> In almeno un caso, la corte si è rifiutata di confermare l'*enforceability* dell'accordo in pendenza della controversia concernente la questione della possibile violazione del *duty of loyalty* da parte degli amministratori della *venture capital-backed firm*. Cfr. infatti *In re Good Tech. Corp. Stockholder Litig.*, 2017 WL 2537347 (Del. Ch. May 12, 2017), che ha deciso su uno dei profili controversi della vicenda di cui si era già sommariamente riferito in precedenza (cfr. *supra*, Capitolo I, sub § 18.1.3.2). Per alcune ancillari notazioni al riguardo, cfr. J. WOLTERS, *Delaware Law for Venture-Backed Companies: 2017 Year in Review* (2017), in *Morris Nicols Arshnt & Tunnell Corporate Litigation Updates*, 2 gennaio 2018, pp. 1 ss., spec. p. 4

“ordinare” agli amministratori di effettuare un’operazione che non massimizzi il valore per i *common shareholders*; e volta, in quanto idonea a sopprimere i margini di autodeterminazione degli amministratori nominati dal *venture capitalist*, a renderli meri esecutori di istruzioni ricevute dai soci e proprio perciò insuscettibili di essere qualificate come “*self-dealing*”<sup>563</sup>.

A potenziamento di tale meccanismo, si è ipotizzato di prevedere, in una complementare previsione statutaria, che, a fronte del rifiuto o della riluttanza degli amministratori a dare seguito alle istruzioni ricevute, il *venture capitalist* avrebbe potuto esercitare nei confronti della società un’opzione *put* con *striking price* fissato in funzione delle negoziazioni intervenute con il terzo acquirente. Scopo di questa seconda regola privata – chiaramente – è quello, in primo luogo, di indurre gli amministratori ad eseguire l’operazione in conformità alle istruzioni ricevute dal *venture capitalist* o, in secondo luogo e in alternativa, di consentire a quest’ultimo di disporre di una *way out* analoga a quella originariamente ipotizzata senza che però si renda necessario l’intervento del consiglio di amministrazione<sup>564</sup>.

Sebbene non si sia tardato a sottolineare – in linea con quanto pocanzi ad altro proposito evidenziato – che la circostanza che gli amministratori agiscano sulla base delle istruzioni ricevute dal *venture capitalist* non varrebbe comunque a far apparire l’esercizio delle proprie prerogative meno “interessato”, né a colorare il processo seguito ai fini dell’approvazione dell’operazione e il prezzo pagato al *venture capitalist* di maggiore “congruità”, sì da consentire di ipotizzare un più agevole superamento dell’*entire fairness test*<sup>565</sup>, si è poi anche inteso come tale soluzione soffra invero di due ulteriori limiti funzionali.

---

<sup>563</sup> “*Actual performance of these functions, in theory, cannot be characterized as a ‘self-dealing transaction’*”: cfr. W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1889.

<sup>564</sup> “*The idea is either to sell the company with the board’s approval sulla base delle istruzioni; or, failing that, to substitute an automatic redemption obviating the need for board approval*”: cfr. ancora W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1889.

<sup>565</sup> *Id.*, p. 1887.

Infatti, premesso che – come è del resto implicito nel *design* della previsione statutaria – non esiste un modo per “costringere”, in senso propriamente fisico-materiale, degli amministratori preoccupati di sfuggire a iniziative giudiziali dell’imprenditore che ne lamenti la posizione “*conflicted*” ad approvare a tutti i costi l’operazione, non può comunque farsi a meno di notare come, a fronte dell’eventuale esercizio della *put option*, potrebbero invero risultare carenti i fondi utili a finanziare il riacquisto della partecipazione<sup>566</sup>.

A ciò si aggiunga che all’efficace esercizio della *put option* ostano, poi, le posizioni su cui si è in tema assestata la giurisprudenza statunitense, che, nel decidere in merito a un caso in cui i *venture capitalists* esigevano la *redemption* delle proprie partecipazioni, ha stabilito che sia dovere degli amministratori della *venture capital-backed firm* ritardare o rinviare il pagamento del prezzo dovuto al *venture capitalist* che si sia avvalso di quella prerogativa<sup>567</sup>.

---

<sup>566</sup> Infatti, “... *redemption in lieu of a merger is not the same as a merger, for absent the acquirer’s cash, there is unlikely to be money on the table with which to redeem the preferred*”: W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., p. 1888.

<sup>567</sup> Ci si riferisce alla decisione resa nella vicenda *SV Investment Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc.*, 7 A.3d 973 (Del. Ch. 2010), aff’d, 37 A.3d 205 (Del. 2011). Nel caso di specie, alcuni *venture capitalist* avevano fornito supporto allo sviluppo di *ThoughtWorks*, il cui statuto prevedeva il loro favore una “*redemption clause*” attivabile solo a condizione che constassero (a) “*funds legally available therefor*” e (b) non dovesse a quel fine essere necessario impiegare certi altri fondi che erano stati dal consiglio di amministrazione come capitale circolante. A fronte della formalizzazione della richiesta di *redemption* da parte dei *venture capitalists*, l’organo gestorio di *ThoughtWorks* oppose il proprio rifiuto, motivandolo in ragione dell’insufficienza dei fondi disponibili, ma offrendosi di procedere a un riscatto frazionato in base ai fondi di volta in volta disponibili. Insoddisfatti, i *venture capitalists* agirono allora in giudizio affermando che l’espressione controversa significasse attivo di bilancio e che, perciò, la *redemption* avrebbe potuto essere effettuata immediatamente “*in full*”. Con decisione che la Corte Suprema avrebbe più tardi confermato, la corte di prima istanza rigettò l’interpretazione della clausola statutaria offerta dagli attori e che, se pure quell’interpretazione fosse stata condivisibile, i *venture capitalists* non avevano appieno dimostrato che *ThoughtWorks* avesse o potesse avere la disponibilità dei fondi necessari a procedere alla *redemption*. Tale decisione, ove “... *read together with Trados, implies a duty on the board’s part to delay or postpone paying the redemption price*”: cfr. W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *A Theory*, cit., pp. 1892-1893: ciò in quanto – sembra di capire – agli amministratori che si trovino a dover decidere su come impiegare i limitati fondi a disposizione si imporrebbe di rifiutare di assecondare le richieste *ex contractu* dei *venture capitalists* per consentire all’impresa di utilizzare la

Anche questa soluzione, dunque, sembrerebbe aver perso *appeal*.

### 28.1.3.3. *Transactional Arbitrage* e co-vendita da trascinamento

Nel contesto statunitense – si è detto più volte – la *trade sale* assume, di regola, la forma della *cash-for-stock merger*, che però è soltanto una delle operazioni tramite cui si può pervenire al trasferimento del controllo totalitario degli *assets* della *venture capital-backed firm* a un *partner* industriale<sup>568</sup>: in alternativa ad essa potrebbe anche ricorrersi, in particolare, alla co-vendita da trascinamento, che non può certo dirsi del tutto sconosciuta neanche in quel contesto<sup>569</sup>.

Pur preordinate al medesimo fine, le due operazioni non sembrano essere allo stato assoggettate al medesimo trattamento regolatorio: infatti, sebbene anche il *venture capitalist*, in quanto socio di controllo, sia gravato da obblighi fiduciari analoghi a quegli degli amministratori<sup>570</sup>, la differenza principale – per quanto qui rileva – discende dal fatto che la

---

ricchezza residua al fine di implementare strategie utili a massimizzare la ricchezza dell'imprenditore.

<sup>568</sup> Cfr. ancora *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 15 ss.

<sup>569</sup> Per quanto consta, infatti, è ben possibile che il *venture capitalist* e l'imprenditore includano in un apposito patto parasociale una previsione in forza della quale l'imprenditore si obbliga a trasferire al terzo la propria partecipazione ai termini stabiliti dal *venture capitalist*: cfr. per esempio R.A. TULLI, *Using "drag-along" rights to facilitate certain terms of a future company sale*, in *Lexology*, 26 gennaio 2015, disponibile all'indirizzo <[www.lexology.com](http://www.lexology.com)>, ove si spiega che "[a] drag-along provision typically includes, among other things, the agreement of each equity owner who is "dragged along" in the sale to (as necessary) vote or deliver a consent for the sale and to enter into the same, or comparable, agreements and covenants as the "dragging" owner or owners enter into in the sale of agreement and related documents to effect the sale".

<sup>570</sup> Fermo restando quanto già in precedenza rilevato (cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 23.2.1.2), sia consentito richiamare una recente vicenda giudiziaria in cui il *duty of loyalty* del *venture capitalist* in quanto socio di controllo ha assunto rilievo applicativo: ci si riferisce a *Calesa Assocs. L.P. v. Am. Capital, Ltd.*, 2016 WL 770251 (Del. Ch. Feb. 29, 2016), su cui cfr. ancora, S.E. BOCHNER - A.L. SIMMERMAN, *cit.*, p. 17, ove il rilievo, qui sufficiente, secondo cui "[a]s a practical matter, these cases and principles have two fundamental effects: (1) they allow a stockholder, such as a fund, to be sued directly for a breach of fiduciary duties (likely alongside of directors)".

disciplina dei doveri fiduciari del socio di controllo e, in particolare, del *duty of loyalty* sembrerebbe derogabile<sup>571</sup>.

Se non ci si inganna, allora, la scelta di procedere a una *trade sale* tramite una co-vendita di trascinarsi in luogo di una fusione (che postula l'intervento del consiglio di amministrazione) potrebbe rappresentare una soluzione utile, in presenza degli opportuni aggiustamenti del regolamento pattizio, a consentire al *venture capitalist* di procedere a una *trade sale* senza dover incondizionatamente obbedire alla regola della *common shareholder value maximization*. Potrebbe infatti conformarsi il regolamento negoziale in termini tali da attribuire al *venture capitalist* maggiore discrezionalità: prevedendo bensì, in linea di massima, l'obbligo di procedere alla *trade sale* solo ove questa massimizzi la complessiva ricchezza comune, ma al tempo stesso esplicitamente riconoscendogli il diritto di esercitare, sempre in buona fede, la *termination option* dedotta in contratto.

Tuttavia, ove pure si ammetta la plausibilità di tale opzione, non si potrebbe comunque fare a meno di rilevare come tale soluzione potrebbe rivelarsi temporanea. Le corti statunitensi hanno infatti già dimostrato di saper enucleare, anche grazie al supporto di una autorevole letteratura<sup>572</sup>, la disciplina applicabile a una data operazione sulla base di rilievi di carattere funzionale, in tal modo pervenendo alla omogeneizzazione del trattamento regolatorio di operazioni formalmente diverse<sup>573</sup>.

---

<sup>571</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 23.2.1.2.

<sup>572</sup> Cfr. su tutti R.J. GILSON - J.N. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, *cit.*, *passim*; e L. ENRIQUES, *Related Party*, *loc. ult. cit.*

<sup>573</sup> Storicamente, il diritto societario statunitense ha regolato in modo diverso due operazioni funzionalmente equivalenti perché utili entrambe ad effettuare un *freezeout* (su cui, in generale, cfr. quanto rilevato *supra*, Capitolo I, *sub* § 15.2): a differenza dei *freezeouts* effettuati tramite un'offerta pubblica di acquisto, che sono per lungo tempo stati assoggettati alla *business judgment rule*, quelli effettuati tramite una *cash-out merger* sono stati invece per lungo tempo assoggettati all'*entire fairness test*. In tempi relativamente recenti si è però pervenuti alla enucleazione di una disciplina unitaria. In giurisprudenza, cfr. su tutti *In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation*, 808 A.2d 421 (Del. Ch., 2002); *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2005 (Del. Ch., 2005); *Kahn v. Lynch Communications, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del., 1994); *In re Siliconix, Inc. Shareholders Litigation*, 2001 WL 716787 (Del. Ch., 2001); e *In re Cysive, Inc. Shareholders Litigation*, 836 A.2d 531 (Del. Ch., 2003). In letteratura, anche per gli opportuni riferimenti di bibliografia, cfr., su tutti, F. RESTREPO - G.

Pertanto, appare verosimile ipotizzare che, se non immediatamente, nel lungo termine si finirebbe comunque per pervenire all'assoggettamento della co-vendita da trascinamento a una disciplina analoga a quella cui è assoggettata la *cash-for-stock merger* tramite cui oggi si attua la *trade sale*: disciplina di cui è pertanto auspicabile, per la varietà di ragioni già illustrate, un pronto ripensamento.

## 29. Sintesi

Alla luce della operata ricostruzione dei contenuti dell'accordo tra *venture capitalist* e imprenditore e nella prospettiva dell'ottimale *enforcement* delle regole in esso contenute, la disciplina cui per diritto statunitense è soggetta la *trade sale* risulta problematica principalmente da due punti di vista.

Un primo aspetto di problematicità è funzione della disciplina dell'*appraisal right*, la cui automaticità operativa potrebbe consentire all'imprenditore di utilizzarlo opportunisticamente. Tuttavia, la circostanza che – stando ai più recenti arresti giurisprudenziali – il *venture capitalist* e l'imprenditore possano concludere un accordo parasociale che vale a disattivare tale protezione rende tale profilo di problematicità della disciplina *de qua* in pratica meno rilevante di quanto di primo acchito potrebbe sul piano teorico ipotizzarsi.

Un secondo aspetto di problematicità è invece funzione della declinazione dei doveri fiduciari degli amministratori della *venture capital-backed firm*, che, a prescindere dalle scelte dalle parti fatte in punto di allocazione dei poteri di controllo, sono sempre e comunque tenuti ad assumere la decisione che massimizzi la ricchezza dei *common shareholders*.

---

SUBRAMANIAN, *The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence on the Unified Approach* (2015), in *Harvard Business Law Review* 5, pp. 205 ss.

Pur valendo a porre l'imprenditore al riparo dalle conseguenze di scelte opportunistiche del *venture capitalist*, tale disciplina non soltanto impone al *venture capitalist* di optare in certi casi per soluzioni che comportano una distruzione della complessiva ricchezza comune, ma soprattutto espone il *venture capitalist* che intenda procedere ad un'operazione che massimizzi la complessiva ricchezza comune, ma non anche la ricchezza dell'imprenditore al rischio di iniziative giudiziarie; e, inoltre, non gli consente di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore neanche in quelle ipotesi in cui si era invece previsto in contratto che avrebbe potuto procedervi. Ciò crea i presupposti perché il *venture capitalist* sia ricattabile, con tutte le conseguenze, anche sociali, del caso.

Oltre a risultare problematica, la disciplina enucleata dalle corti statunitensi sembra riflettere un importante equivoco concettuale di fondo: nel postulare la "superiorità assoluta" dei *residual claimant*, infatti, essa manca di cogliere la strumentalità della *common shareholder value maximization* rispetto al risultato della produzione di valore per l'impresa in quanto tale.

Più bilanciata sarebbe una soluzione che incentri il *duty of loyalty* degli amministratori al perseguimento dell'obiettivo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune a condizione, tuttavia, che si ammetta che, almeno in certi frangenti, il *venture capitalist* possa procedere ad una *trade sale* distruttiva di valore, purché questi agisca in buona fede per il conseguimento del miglior risultato possibile.

Allo stato, tuttavia, non è questa la soluzione preferita dalle corti, che – come rilevato – patrocinano la generalizzata applicazione della regola della *value maximization for the common shareholders*: regola che, siccome operante a livello consiliare e perciò ritenuta inderogabile, preclude la possibilità di un efficace impiego delle soluzioni di *private ordering* astrattamente ipotizzate per consentire al *venture capitalist* di asservire la *trade sale* agli scopi *ex contractu* contemplati.

Il che impone in definitiva di constatare come allo stato non possa farsi altro che auspicare che le corti statunitensi trovino presto modo di ripensare, alla luce dei profili di problematicità pratica e debolezza concettuale della regola della massimizzazione della ricchezza dei

*common shareholders* discussi dalla letteratura, la scelta di insistere per una indiscriminata applicazione di tale regola.

- Sezione I: LA DISCIPLINA ITALIANA -

30. Rilievi preliminari

Nel contesto italiano – come precedentemente spiegato<sup>574</sup> – la *trade sale* si attua tramite la co-vendita da trascinamento e, dunque, tramite un’operazione che, diversamente da quanto accade negli Stati Uniti, non postula alcun procedimento decisionale a livello organico, ma soltanto la “mera” decisione del socio trascinante *uti singulus*.

A fronte di una co-vendita da trascinamento eseguita “sleamente”, l’imprenditore tradito beneficia – come si è già rilevato<sup>575</sup> – delle protezioni offerte dai meccanismi di equa valorizzazione e/o dai doveri fiduciari gravanti sul *venture capitalist* in quanto socio trascinante.

Pur se a costo di sorvolare sulle molteplici altre questioni richiamate in precedenza<sup>576</sup>, è esclusivamente su tali profili, per così dire, rimediali della disciplina della co-vendita da trascinamento che ci si soffermerà nel prosieguo.

---

<sup>574</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* §§ 24 ss.

<sup>575</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25.2.

<sup>576</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25 (in apertura).



Ciò – è bene precisarlo – al precipuo fine di esaminare, in linea con gli obiettivi di questo elaborato, i profili di interferenza tra i presidi e le tutele cui l'imprenditore "tradito" può attingere e i peculiari contenuti dell'accordo tra *venture capitalist* e imprenditore: scopo ultimo della discussione – appare opportuno ribadirlo – è non già quello di procedere a una compiuta disamina delle questioni che *de iure condito* la clausola di trascinamento e la co-vendita da trascinamento lasciano emergere; ma soltanto quello di verificare – analogamente a quanto già fatto con riferimento alla disciplina cui la *trade sale* è soggetta in base al diritto statunitense<sup>577</sup> – se in quale misura la disciplina domestica della *trade sale* sia in grado di proteggere l'imprenditore da eventuali condotte opportunistiche del *venture capitalist* senza perciò solo finire per apprestare tutele "sovrabbondanti" e così, nel complesso, salvaguardare la peculiare logica economica dell'accordo tra le parti; verificare se si diano elementi suscettibili di essere valorizzati al fine di superare, quantomeno in parte, gli eventuali profili di problematicità della disciplina domestica della *trade sale*; e, in subordine, trovare soluzioni pratiche *medio tempore* utili a limitarne l'impatto pratico.

### 31. Analisi

Da quanto rilevato all'atto di illustrare la disciplina cui è per diritto domestico soggetta la co-vendita da trascinamento si evince come gli interpreti che si sono occupati della tematica abbiano sinora costantemente preso le mosse dalla considerazione di uno scenario ben preciso: scenario che è quello in cui la clausola di trascinamento risulta inserita nello statuto di una società per azioni o a responsabilità limitata cui partecipa un *venture capitalist* e che vale a fondare un potere strumentale all'effettuazione di un'operazione idonea a sancire il

---

<sup>577</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 26 ss.

trasferimento del controllo totalitario dell'impresa in favore di un terzo genuinamente indipendente<sup>578</sup>.

---

<sup>578</sup> Se si ammettesse che la co-vendita da trascinamento può essere impiegata per procedere alla estromissione di un socio, il novero dei problemi positivi che si imporrebbe di analizzare si espanderebbe significativamente. Tuttavia, pacifica e condivisibile è l'affermazione secondo cui la co-vendita da trascinamento non possa non essere operazione coinvolgente un terzo acquirente *genuinamente terzo*. La limitatezza funzionale della co-vendita da trascinamento è implicita nelle prese di posizione del notariato: cfr. specialmente, *Massima del Consiglio Notarile di Milano del 22 novembre 2005, n. 88, cit.* (in motivazione). Ancor più chiare le prese di posizione della dottrina: cfr., su tutti, E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario, cit.*, p. 388, ove si rileva come la co-vendita da trascinamento non sarebbe utilizzabile per perseguire l'obiettivo di estromettere il socio con l'ausilio di un prestanome colluso. Ciò allora implica che la co-vendita da trascinamento non possa essere strumentale all'effettuazione di un *freeze-out* o a provocare l'esclusione del socio *trouble maker* ovvero al conseguimento del controllo totalitario della società. Dal primo punto di vista, la soluzione sembra in linea con le generali tendenze dell'ordinamento domestico, in seno al quale non è affatto scontato che sia possibile rinvenire elementi utili a concettualizzare un generalizzato potere del socio di maggioranza di provocare il "disinteressamento" dei soci di minoranza. È semmai probabile che debba *de jure condito* pervenirsi a conclusioni opposte, dato che non soltanto non si dà un'operazione specificamente utilizzabile a tal fine, ma vi è pure che, nel tempo, l'atteggiamento verso quelle operazioni a tal fine asservibili – segnatamente le operazioni di raggruppamento azionario – è stato assai restrittivo. Di recente, però, sembra che la giurisprudenza abbia ripensato i propri orientamenti sul punto: cfr. per esempio C. App. Milano, 14 gennaio 2013, in *Banca, bor. tit. cr.*, 2014, II, pp. 433-435, con a seguire nota di N. DE LUCA, *Raggruppamento di azioni e riscatto obbligatorio dei resti*, ove anche ampie indicazioni di bibliografia; e, precedentemente, N. ROBIGLIO, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 807 ss., *cui adde*, indietro nel tempo, il noto studio di M. STELLA RICHTER jr., "Collegamento" e "raggruppamento" delle azioni di società, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, pp. 385 ss. Dal secondo punto di vista, invece, ai soci si sarebbe certamente data la possibilità di altri appositi rimedi. Si allude alla possibilità di avvalersi del rimedio dell'esclusione del socio (di responsabilità limitata) e, ove si muova dall'ormai superato "dogma" della società per azioni come "sacco di denaro" e si ritenga inconcepibile un rimedio di carattere personale anche nelle imprese organizzate su base azionaria, dell'utilizzo per identiche finalità della tecnica della partecipazione riscattabile. Su questi temi, anche per indicazioni in tal senso, cfr. P. PISCITIELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso - vol. 3, Torino, Utet, 2007, pp. 717 ss.; e, da ultimo, A. BENUSSI, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in P. BENAZZO - M. CERA - S. PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze - Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, Utet, pp. XXII-778, pp. 63-93. Tali considerazioni peraltro non tolgono che anche la co-vendita da trascinamento ponga – *recte*: possa porre – un problema nella sostanza economico analogo a quello osservabile nel caso di *freeze-out* o di esclusione del socio: se ne dirà *infra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 31.1 e 32.3.

Agli interpreti sono dunque ben presenti – è bene sottolinearlo – sia la funzione economica della clausola di trascinamento e, quindi, della co-vendita da trascinamento; sia la circostanza che essa è spesso parte del regolamento inerente a una *venture capital-backed firm* e che, proprio perciò, risulta essere uno dei tasselli di un ben più ampio novero di regole private complessivamente preordinate a realizzare una certa allocazione dei poteri decisionali e una data ripartizione della ricchezza generata dalla relazione con l'imprenditore<sup>579</sup>.

Da quel quadro complessivo si evince, poi, anche che alla segnalata convergenza di vedute per quanto attiene alla basilare funzione economica della clausola di trascinamento e allo scenario di riferimento da considerare nella prospettiva di delineare la fattispecie di riferimento ed enucleare la relativa disciplina non corrisponde, tuttavia, l'individuazione di un altrettanto unitario apparato di tutele utilizzabile dall'imprenditore "tradito".

Infatti, secondo il notariato e la giurisprudenza ordinaria, che pure non hanno esplicitamente escluso altri rimedi, l'imprenditore tradito beneficerebbe delle protezioni apprestate dai meccanismi di equa valorizzazione della partecipazione; mentre, secondo la giurisprudenza arbitrale, questi beneficerebbe – sembrerebbe in via esclusiva – della protezione apprestata dai doveri fiduciari gravanti in capo al *venture capitalist* in quanto socio trascicante<sup>580</sup>.

Nel prosieguo, ci si soffermerà brevemente sui meccanismi di equa valorizzazione e sui doveri fiduciari gravanti sul *venture capitalist* in quanto socio trascicante al fine di chiarire alcuni specifici aspetti delle prese di posizione del notariato e della giurisprudenza (anche arbitrale) sinora rimasti, per così dire, nell'ombra, ma che invece si impone di

---

<sup>579</sup> Secondo la logica di fondo di cui si è detto in precedenza: cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 10 ss.

<sup>580</sup> Che per la giurisprudenza arbitrale e parte della dottrina la protezione apprestata dai doveri fiduciari sia esclusiva lo si deduce dalle puntualizzazioni svolte, in sede scientifica, dall'Arbitro Unico, secondo il quale la plausibilità dei meccanismi di equa valorizzazione dovrebbe escludersi in ragione dell'accostamento tra co-vendita da trascinamento e liquidazione. Se ne dirà a breve: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 31.2.

considerare allo scopo di impostare con maggiore cognizione di causa la successiva opera di critica.

### 31.1. Equa valorizzazione

Al fine di giustificare la regola sul *design* e quindi i meccanismi di equa valorizzazione, il notariato e la giurisprudenza ordinaria articolano un ragionamento in buona parte fondamentalmente identico, che è in sostanza il seguente: dal momento che l'imprenditore può essere costretto a disinvestire in cambio di un corrispettivo inferiore al valore attuale della propria partecipazione ed è perciò esposto al rischio di subire una "espropriazione" di una parte del valore della propria partecipazione; e dal momento che, nel regolare altre operazioni aventi a oggetto la partecipazione sociale, principalmente con finalità di disinvestimento, innanzitutto forzato, l'ordinamento identifica nel valore attuale della partecipazione le utilità cui il socio che disinveste ha diritto al precipuo fine di prevenire l'attualizzazione di quello scenario, ne discende che, anche all'atto di enucleare la disciplina della co-vendita da trascinarsi, che pure certamente si risolve in un disinvestimento forzato, non ci si può esimere dal replicare un presidio o un rimedio analogo – ossia dall'introdurre i già richiamati meccanismi di equa valorizzazione.

In sintesi, l'essenzialità dei meccanismi di equa valorizzazione si spiegherebbe in ragione dell'esigenza di tutelare il *valore attuale* della partecipazione<sup>581</sup>, che a seconda che la clausola di trascinarsi sia parte

---

<sup>581</sup> Dal punto di vista concettuale, il valore attuale della partecipazione si identifica con la frazione di valore dell'impresa che essa incorpora: sul punto cfr. B.A. MARGOLIN - S. KURSCH, *cit.*, pp. 414-418, ove si illustra, già in apertura, tale concetto. Il valore attuale della partecipazione, tuttavia, non per forza si identifica con le utilità che il socio recedente può conseguire: potrebbe infatti ostarsi la disciplina recante i criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio recedente ovvero il modo in cui se ne fa concretamente applicazione. Sul punto basti qui rilevare come, ove per qualsiasi ragione (per esempio prassi valutative o tendenze interpretative) si tenda a far coincidere il valore della partecipazione del socio recedente con il valore della partecipazione sul mercato, si finisce, di fatto, per decurtare le utilità cui questi ha

dello statuto di una s.p.a. o di una s.r.l., da noi si identifica, in linea con l'utilizzo che dell'espressione si è sinora fatto anche in letteratura, con il valore di liquidazione della partecipazione del socio recedente determinato, come da disposto di legge, “*tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni*” ovvero “*in proporzione del patrimonio sociale ... [sì come] determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso*”<sup>582</sup>.

---

diritto in una misura che dipende dall'apprezzamento, da parte di potenziali terzi acquirenti, dell'entità dei costi di agenzia osservabili in quella società (ossia, per applicare, in pratica, uno sconto di minoranza “occulto”). Cfr. ancora *Id.*, pp. 417-422. In senso analogo, cfr. da noi, su tutti, C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2009, pp. XI-346, p. 200.

<sup>582</sup> Cfr. artt. 2437-ter, c. II; e 2473, c. III, c.c. In tema, cfr., su tutti, M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012, pp. VII-262, spec. pp. 66 ss. e 229 ss., cui adde C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, pp. II-232, spec. pp. 9 ss. e 71 ss. e V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso. Vol. III, Torino, Utet, 2007, pp. V-871, pp. 217 ss., soprattutto, *ex multis*, G. OLIVIERI - G. PRESTI - F. VELLA (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, Il Mulino, 2003, pp. 208 ss., 235 s., 238 ss., 326 ss. e 338 ss.; D.U. SANTOSUOSSO, *Il nuovo diritto societario. I principi della legge delega e le linee guida della riforma*, Milano, Giuffrè, 2003, XI-543, spec. pp. 80 ss., 101 ss. e 122 ss.; ID., *La riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2003, XI-312, pp. 176 ss., 209 ss. e 247 ss.; M. MALTONI, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, I, p. 307 ss.; A. PACIELLO, *Sub Artt. 2437 - 2437-sexies*, in G. NICCOLINI - A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*. Vol. 2, Napoli, Jovene, pp. XVII-1289, 2004, pp. 1105 ss.; ID., *Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 417 ss. Tra i numerosi contributi anteriori alla riforma del diritto societario si ricordano, senza pretesa di completezza, G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in G. E. COLOMBO - G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Vol. 6, Tomo 1, *Modificazioni statutarie. Recesso. Riduzione del capitale*, Torino, Utet, 1998, pp. X-899, pp. 133 ss., ove ampi riferimenti bibliografici; G. FERRI, *Recesso del socio e speciali ragioni di deroga ai criteri legali di valutazione nel bilancio d'esercizio* (Nota a Cass., 10 settembre 1974, n. 2454), in *Riv. dir. comm.*, 1975, II, pp. 134 ss.; D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2000, pp. XI-288; ID., *Una proposta di riforma del diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 768 ss.; G. PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, pp. 100 ss. Per un quadro di sintesi delle effettive modalità di essere dell'istituto a distanza di oltre quindici anni dalla riforma, cfr. invece, di recente, V. DI CATALDO, *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Torino, Giappichelli, 2018, pp. XVIII-296, pp. 67 ss.; e M. CERA, *La disciplina del recesso da società di capitali tra pluralità di fattispecie ed interessi divergenti*, in M. CERA - P.F. MONDINI - G. PRESTI, M. CERA - P.F. MONDINI - G. PRESTI, *La riforma del diritto societario nella “Giurisprudenza delle*

Tuttavia, pur muovendo dal comune riconoscimento dell'idea della centralità del rilievo della categoria del disinvestimento, soprattutto forzato (che nell'economia del ragionamento di cui si è dato atto evidentemente gioca un ruolo importante al fine di legittimare la regola sul *design* e, in definitiva, la introduzione di una *downside protection* a fronte del rischio che l'operazione possa provocare una qualsiasi "*deminutio*" delle utilità di cui il socio sarebbe già "proprietario"), notariato e giurisprudenza assumono poi posizioni diverse per quanto attiene alla concreta conformazione dei meccanismi di equa valorizzazione.

Secondo il notariato, la tutela del socio trascinato dipenderebbe dalla previsione del *floor* o, alternativamente, del diritto di recesso; mentre, secondo la giurisprudenza ordinaria, il bisogno di tutela del socio trascinato potrebbe dirsi soddisfatto solo a condizione che consti il primo dei due meccanismi di equa valorizzazione<sup>583</sup>.

Dal punto di vista squisitamente positivo, la giustificazione del *floor* è agevolmente intuibile: esso risponderrebbe, infatti, alla medesima logica "garantistica" che, nel contesto della disciplina inerente altre

---

*imprese*", Milano, 2017, pp. IX-233, pp. 171 ss. Cfr. invece M. MAUGERI - H. FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 78 ss. e C. FRIGENI, *Spunti interpretativi dalla recente giurisprudenza in tema di recesso nelle società di capitali*, in M. CERA - P.F. MONDINI - G. PRESTI, *cit.*, pp. 187 ss., spec. pp. 193-195, per talune importanti precisazioni circa la tendenza della giurisprudenza ad ammettere, con riferimento alla s.p.a., qualsiasi criterio utile a valorizzare la duplice prospettiva patrimoniale-reddituale indicata dal legislatore; e, con riferimento alla s.r.l., a privilegiare un approccio volto – come da indicazioni legislative – a "*determinare quale possa essere il valore di scambio 'effettivo' dell'intero patrimonio sociale*".

<sup>583</sup> Si noti che la giurisprudenza non ha affatto escluso che la clausola di trascinamento integri gli estremi di un limite alla circolazione della partecipazione: cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25,2,3. Nondimeno, sembrerebbe che le corti non si siano spinte sino al punto di considerare la clausola di trascinamento come un limite alla circolazione analogo alla clausola di mero gradimento, come invece – se ne viene subito dicendo nel testo – ha verosimilmente fatto il notariato. Del resto, se tanto avessero ritenuto possibile, avrebbero dovuto allora interrogarsi – specialmente alla luce del richiamo, costante da parte dei giudici, alla produzione notarile – sulla possibilità di dire il problema dell'equa valorizzazione risolto dal recesso che, nel caso di s.r.l., sarebbe comunque stato *ex lege* esercitabile e, nel caso di s.p.a., sarebbe stato necessario prevedere *ex contractu* (in alternativa all'obbligo di acquisto deputato alla medesima funzione).

vicende di disinvestimento, innanzitutto forzato, svolge il richiamo alla disciplina recante i criteri per la liquidazione della partecipazione del socio recedente.

Meno immediatamente intuibile è invece la ragione per cui il notariato ha ritenuto che la clausola di trascinamento possa dirsi valida anche ove, in alternativa al *floor*, essa contempra un diritto di recesso.

La scelta del notariato di dire “*valide e efficaci*” non soltanto le clausole contenenti un esplicito richiamo a un certo “*prezzo minimo*”, ma anche le clausole che prevedono il diritto di recesso *ex contractu* o *ex lege* sembrerebbe basarsi sul presupposto dell’ulteriore qualificazione della clausola di trascinamento alla stregua di limite alla circolazione della partecipazione simile alla clausola di mero gradimento, e perciò “speciale”<sup>584</sup>; e può essere compresa appieno solo muovendo –

---

<sup>584</sup> L’impiego del termine “speciale” per caratterizzare determinati vincoli alla circolazione della partecipazione richiede una precisazione utile a chiarificare il percorso logico seguito dal notariato. In linea di principio e, dunque, in mancanza di diverse disposizioni private, “[l]e partecipazioni [dei soci di una s.r.l.] sono liberamente trasferibili per atto tra vivi e per successione a causa di morte” (art. 2469, c. I, c.c.). Tuttavia, “[q]ualora l’atto costitutivo preveda l’intrasferibilità delle partecipazioni o ne subordini il trasferimento al gradimento di organi sociali, di soci o di terzi senza prevederne condizioni e limiti, o ponga condizioni o limiti che nel caso concreto impediscono il trasferimento a causa di morte, il socio o i suoi eredi possono esercitare il diritto di recesso ai sensi dell’articolo 2473 c.c.”, anche se «[i]n tali casi l’atto costitutivo può stabilire un termine, non superiore a due anni dalla costituzione della società o dalla sottoscrizione della partecipazione, prima del quale il recesso non può essere esercitato”. La disciplina della s.r.l. dunque prevede (i) la nozione di limite alla circolazione della partecipazione in generale, per tale intendendosi la scelta di *private ordering* che incida sul regime di libera circolazione della partecipazione (art. 2469, c. I, c.c.); e (ii) la nozione di limite alla circolazione della partecipazione “speciale”, cui si riconnette la possibilità di esercitare il diritto di recesso *ex lege* art. 2469, c. II, c.c.). Per quanto qui rileva, non molto dissimile è la logica che informa la corrispondente porzione della disciplina della s.p.a. Premesso che “[n]el caso di azioni nominative ed in quello di mancata emissione dei titoli azionari, lo statuto può sottoporre a particolari condizioni il loro trasferimento e può, per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto, vietarne il trasferimento” (art. 2355-bis, c. I, c.c.), si prevede anche che “[l]e 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”, laddove in tali casi “[i]l corrispettivo dell’acquisto o rispettivamente la quota di liquidazione sono determinati secondo le modalità e nella misura previste dall’articolo 2437-ter” (art. 2355-bis, c. II, c.c.). Anche in questo caso, dunque, l’ordinamento societario distingue tra “meri” limiti alla circolazione della partecipazione e limiti “speciali”. Sempre che non abbiano una durata infrabiennale o

sembrerebbe, anche qui il condizionale è d'obbligo – dagli orientamenti notarili in tema di prelazione c.d. impropria.

Muovendo dal duplice presupposto (1) che “[l]a ratio degli artt. 2355-bis e 2469 c.c. non vuole ... solo porre un correttivo a clausole che impediscono al socio di cedere la sua partecipazione, ma anche a quelle che pongono al socio che intende uscire dalla società mediante cessione della partecipazione l'alternativa tra cedere per un corrispettivo significativamente inferiore a quello che il legislatore considera ‘giusto’ (per intenderci, a quello previsto in caso di recesso) ovvero dovere rimanere in società senza potersi “liberare” del vincolo sociale”<sup>585</sup>; e (2) che le clausole di prelazione impropria “rimett[ono] alla discrezionalità degli altri soci la facoltà di imporre al socio che intenda cedere l'alternativa tra ‘non cedere’ o cedere a ‘prezzo vile’ ...”<sup>586</sup>, sicché questi “potrebbe [bensì] cedere” la propria partecipazione, ma “solo sopportando un ‘significativo’ sacrificio economico”, il notariato aveva ritenuto di annoverare anche queste ultime tra quelle idonee a “determin[are] una limitazione al trasferimento sostanzialmente assimilabile ad un mero gradimento”, subordinandone allora l'efficacia alla previsione dei noti correttivi indicati dalla legge<sup>587</sup>.

---

infraquinquennale, i secondi, in quanto più gravosi, sono efficaci perché, ove previsti, attivano il diritto di recesso (nella s.r.l.); oppure sono efficaci solo a condizione che constino determinati correttivi diritto di recesso o obbligo di riacquisto (nella s.p.a.). In tema cfr. in primis L. STANGHELLINI, Sub art. 2355-bis c.c., in M. NOTARI (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c. Commentario alla riforma delle società diretto da Piergaetano Marchetti, Luigi A. Bianchi, Federico Ghezzi e Mario Notari*, Milano, Egea, 2005, pp. 559 ss., spec. pp. 578 ss., *passim*; e D. GALLETTI, Sub art. 2469 c.c., in P. BENAZZO - S. PATRIARCA (a cura di), *Codice commentato delle s.r.l.*, Torino, Utet, 2006, pp. XVI-526, pp. 148 ss. Per ulteriori approfondimenti, cfr. invece L. STANGHELLINI, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni*, Milano, Giuffrè, 1997, pp. II-530; e, prima nel tempo, D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio della libera trasferibilità delle azioni - Eccesso di potere nelle modifiche della circolazione*, Milano, Giuffrè, 1993, pp. XI-380.

<sup>585</sup> CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime (senza data) nn. 85 e 86*, entrambe *cit.*

<sup>586</sup> *Id.*

<sup>587</sup> Sempre che – sia consentito precisarlo – si tratti di clausole di prelazione impropria (i) aventi durata pari al massimo a cinque o due anni (a seconda del tipo sociale); e (ii) incentrate su “[un] meccanismo di determinazione del valore [che avrebbe potuto portare] a calcolare un corrispettivo [significativamente inferiore] a



Il notariato, però, ha poi svolto un ragionamento analogo e rassegnato conclusioni identiche anche con riferimento alla clausola di trascinarsi, anch'essa da qualificarsi alla stregua di limite alla circolazione della partecipazione di tipo speciale perché fondante un potere il cui esercizio (i) potrebbe provocare il disinvestimento del socio trascinato e inoltre (ii) porlo nella condizione di dover “cedere [la partecipazione] per un corrispettivo significativamente inferiore a quello che il legislatore considera ‘giusto’ ...”<sup>588</sup>.

Da qui, dunque, la rilevanza, per la giurisprudenza, del solo *floor*; e, per il notariato, anche del diritto di recesso.

## 31.2. Doveri fiduciari

Secondo la giurisprudenza arbitrale la tutela dell'imprenditore non dipenderebbe dai meccanismi di equa valorizzazione e, in particolare, dal *floor*, ma – come la rassegna cui si è pocanzi proceduto ha pur in termini essenziali posto in luce<sup>589</sup> – dai doveri fiduciari enucleabili in capo al *venture capitalist* in quanto socio trascinate e il cui fondamento sarebbe da ravvisare nel mandato a vendere in *rem propriam* e con diligenza *quam suis* che governa la fase di attuazione della co-vendita da trascinarsi in quanto schema negoziale idoneo a valorizzare adeguatamente la preminenza che, nell'economia del rapporto tra le parti, riveste l'elemento gestorio insito nel potere di negoziare con il terzo acquirente i termini del disinvestimento congiunto<sup>590</sup>.

---

*quello che si sarebbe determinato nell'ipotesi di recesso*”: così, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime (senza data) nn. 85 e 86*, entrambe cit.

<sup>588</sup> Cfr. di nuovo CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima del 22 novembre 2005, n. 88*, cit. (in massima).

<sup>589</sup> Cfr., in particolare, *supra*, Capitolo II, sub § 25.2.3.2.

<sup>590</sup> Cfr., a sviluppo e per certi aspetti a chiarimento delle prese di posizione assunte nel già più volte citato Lodo, A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit., p. 244, ove la notazione secondo cui “... l'elemento gestorio insito nel potere di negoziare, anziché la disciplina esecutiva della modalità di trasferimento

Al riguardo, a chiarimento del modo di essere di tali doveri fiduciari, si impone di rilevare che essi, nella declinazione offertane dagli interpreti, allo stato si tradurrebbero in una regola precettiva in forza della quale, operativamente, al *venture capitalist*, cui non sembrerebbe essere imposto alcun obbligo di massimizzazione della complessiva ricchezza comune, sarebbe, in negativo, vietato di conseguire vantaggi “speciali” (*Sondervorteile*) che non siano paritariamente condivisi con l'imprenditore; e in positivo, consentito di assumere qualsiasi decisione che si collochi nei limiti segnati dal poter attribuitogli da esercitarsi nel rispetto dei canoni di buona fede e correttezza oggettive<sup>591</sup>.

Nel complesso, la logica di fondo di tali obblighi fiduciari non sarebbe, allora, dissimile da quella che informa gli obblighi fiduciari inerenti al rapporto “... *che intercorre tra maggioranza e minoranza in un qualunque contratto plurilaterale con comunione di scopo tutte le volte in cui si debbano assumere decisioni per cui vige la regola di maggioranza*”<sup>592</sup>.

Ciò in quanto, pur non potendo escludersi che il *venture capitalist* si sia “*fatto ab initio rilasciare un mandato*” a tutela del proprio interesse creditorio originante dalle scelte fatte in punto di allocazione del rischio imprenditoriale, anche il rapporto tra socio trascinate e socio trascinato, sarebbe riconducibile, in considerazione della formale veste di *equity-holder* assunta dal *venture capitalist*, alla stessa fattispecie paradigmatica di gestione discrezionale di interessi altrui cui è riconducibile il rapporto tra maggioranza e minoranza, che è quella “...*in cui il gestore discrezionale ha il diritto di gestire l'interesse altrui congiuntamente al proprio ed è legittimato a far prevalere la propria scelta su quella, in ipotesi diversa, del gerito, purché rispetti i limiti entro cui il potere di decidere sussiste e la sua scelta non sia inquinata dalla ricerca di un vantaggio discriminatorio a proprio favore*”<sup>593</sup>.

---

della proprietà il ‘cuore’ della fattispecie empirica ‘catturata’ dalle clausole [di trascinamento]”.

<sup>591</sup> *Id.*, p. 251.

<sup>592</sup> *Id.*, p. 246.

<sup>593</sup> *Id.*, p. 246.

A ben vedere, infatti, le regole private cui *venture capitalist* e imprenditore hanno affidato il governo della fase conclusiva della propria relazione non fanno altro che “*spostare fuori dall’assemblea, ma non fuori della cornice del contratto di società, la giustificazione del potere maggioritario di disporre della totalità dell’investimento a condizioni rispettose della parità di trattamento*”<sup>594</sup>, ferma però restando, giusta l’“*essenza societaria*”, del rapporto nascente da quelle regole, la possibilità di far ricorso, sul piano concettuale e positivo, a “*categorie ... tipiche del diritto societario*” all’atto di procedere alla “*valutazione della correttezza della determinazione assunta [dal socio trascicante]*”<sup>595</sup>.

## 32. Critica

### 32.1. La problematicità del diritto vivente

La disciplina cui per diritto italiano è assoggettata la *trade sale* è problematica da due diversi punti di vista (che sono speculari rispetto a quelli segnalati e discussi con riferimento all’esperienza statunitense, la quale proprio perciò è potenzialmente in grado di fornire – come anticipato – preziosi spunti di riflessione).

---

<sup>594</sup> *Id.*, p. 251.

<sup>595</sup> *Id.*, p. 251.

### 32.1.1. Gli effetti redistributivi dei meccanismi di equa valorizzazione

Il primo e primario profilo di problematicità della disciplina cui è attualmente soggetta la co-vendita da trascinamento è funzione della circostanza che – per quanto già rilevato<sup>596</sup> – allo stato la validità della clausola da cui il potere di provocare tale operazione origina è subordinata alla previsione di meccanismi di equa valorizzazione, quali il recesso scaturente dall'inquadramento come limite alla circolazione della partecipazione analogo alla clausola di mero gradimento; ovvero, come gli interpreti prevalentemente tendono ad affermare, il *floor*, derivante dall'accostamento ad altre vicende di disinvestimento, innanzitutto forzato.

La ragione per cui i meccanismi di equa valorizzazione rendono problematica la disciplina della co-vendita è che per effetto del *floor* o del recesso accade che, in modo simile ma non identico a quanto accade nell'esperienza statunitense<sup>597</sup>, l'imprenditore finisce per beneficiare di una tutela generalizzata, invocabile per il mero fatto della distruzione di valore scaturente dalla *trade sale* e, proprio perciò, tale da provocare, in certi frangenti, una parziale redistribuzione della ricchezza generata dalla relazione.

Si noti, però, che la problematicità di tale parte della disciplina della co-vendita non è conseguenza della scelta degli interpreti di ritenere vigente un principio di equa valorizzazione volto a tutelare il valore attuale della partecipazione del socio *si come definito in applicazione dei criteri legali di liquidazione della quota del socio recedente*; ma dalla stessa idea di assicurare all'imprenditore la possibilità di conseguire utilità determinate in funzione del riferimento al valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza, a prescindere da quali siano gli specifici

---

<sup>596</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25.2 ss.

<sup>597</sup> Cfr. *supra*, Capitolo III, *sub* § 27.1. La ragione della similitudine risiede nella sostanziale identità funzionale tra recesso e *appraisal right* (su cui cfr. P. GUARAGNELLA, *Diritto di disinvestimento: un'analisi comparatistica tra diritto di recesso ed 'appraisal right' statunitense*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, III, p. 766 ss.) e, derivatamente (e con riferimento alla grandezza oggetto di tutela, quale il valore attuale), tra essi e il *floor*; restano ferme, naturalmente, le differenze in punto di concrete modalità di funzionamento e disciplina cui essi sono assoggettati: il che, ai fini che qui interessano, non è senza conseguenze, come si dirà a breve nel testo.

criteri a tal fine utilizzati. Il problema, cioè, si riproporrebbe – e pure a tal proposito è istruttivo ancora una volta il richiamo all’esperienza statunitense<sup>598</sup> – anche se si ammettesse che può farsi luogo a una covendita da trascinamento per effetto della quale il socio riceva utilità determinate in applicazione di criteri diversi da quelli legali; e poi si finisse, in applicazione dei criteri in concreto prescelti, per assicurare al socio trascinato utilità comunque maggiori, siccome determinate in funzione del valore dell’impresa nella prospettiva dell’indipendenza e dunque non riflettenti le conseguenze della distruzione di valore scaturenti dalla *trade sale*, di quelle cui avrebbe diritto in base a un contratto che lo vincola a sopportare le conseguenze di certe operazioni *value-destroying*. È però chiaro che, rendendo la previsione di tali meccanismi obbligatoria, l’orientamento corrente genera un problema che altrimenti verosimilmente non esisterebbe.

Da altro punto di vista può poi osservarsi che la circostanza che il principio di equa valorizzazione, almeno per come allo stato declinato dagli interpreti, imponga di definire il valore della partecipazione del socio trascinato in applicazione dei criteri legali di liquidazione della quota del socio recedente sembrerebbe attenuare la problematicità dei meccanismi: affinché si generino effetti redistributivi sarebbe infatti necessario che si pervenga ad una valutazione eccedente le utilità che il socio trascinato ha conseguito per effetto della co-vendita da trascinamento in applicazione di *quei* criteri di valutazione, con conseguente compressione, almeno in astratto, del novero di situazioni in cui potrebbero osservarsi effetti redistributivi<sup>599</sup>.

---

<sup>598</sup> Cfr. *supra*, Capitolo III, *sub* § 27.1

<sup>599</sup> In linea di massima, la problematicità della disciplina della co-vendita da trascinamento nella parte in cui contempla i meccanismi di equa valorizzazione dipende, semplificando al massimo i concetti in precedenza già esposti (cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 12 ss. e in particolare § 18), dal fatto che, se in occasione di una *trade sale* distruttiva di valore benigna il *venture capitalist* trasferisse il controllo di un’impresa che in applicazione dei criteri legali vale per esempio 100 per un prezzo pari per esempio a 90, l’imprenditore potrebbe comunque chiedere che le utilità cui ha diritto siano definite in ragione del riferimento alla prima grandezza. Tale problematicità è però più accentuata, in astratto, nel caso in cui l’impresa – la *venture capital-backed firm*, nello specifico – sia organizzata come s.p.a. rispetto allo scenario in cui essa sia organizzata come s.r.l. Infatti, la circostanza che, in base alla disciplina della s.p.a., si dia rilievo alla consistenza patrimoniale, alle prospettive reddituali e all’eventuale valore di mercato delle azioni, fa sì che sia in astratto immaginabile una più ampia gamma di

La problematicità dei meccanismi di equa valorizzazione potrebbe però acuirsi per altre ragioni (del tutto sconosciute all'esperienza statunitense).

Per un verso, occorre tenere presente che, a rigore, le preferenze liquidatorie che originino da una previsione negoziale non sarebbero rilevanti ai fini della definizione del valore della partecipazione dell'imprenditore in sé e per sé considerata. Pur incidendo – come si è visto – sull'allocazione del valore generato dalla relazione tra il *venture capitalist* e l'imprenditore, quella previsione contrattuale potrebbe non riflettersi sul valore *immediato* della partecipazione di quest'ultimo, ma solo alterarne, per via del rapporto obbligatorio che essa genera, la posizione patrimoniale in termini finali<sup>600</sup>.

Dall'altro lato, non può farsi a meno di sottolineare le implicazioni scaturenti dalle modalità di definizione del valore della quota del socio recedente, per quanto segnatamente attiene alla centralità del ruolo dell'organo amministrativo nel contesto del relativo procedimento.

---

situazioni in cui le utilità cui il socio trascinate ha diritto potrebbero essere maggiori di quelle conseguite per effetto della co-vendita da trascinate. Ciò in quanto la valutazione dell'impresa nella prospettiva della disciplina del recesso e quindi della co-vendita da trascinate riflette anche elementi (in particolare, le prospettive reddituali) che il mercato, al momento in cui si procede alla *trade sale*, potrebbe non apprezzare efficientemente. Diversamente è a dirsi per la s.r.l., dato che, in tal caso, le utilità "minime" cui il socio trascinato ha diritto sono definite in ragione di un parametro che potrebbe non discostarsi significativamente dal prezzo conseguito dal socio trascinate sul mercato delle acquisizioni: l'uno sarebbe rappresentato – come da disposto legislativo – "... d[al] [valore del] patrimonio sociale" si come "determinato tenendo conto del suo valore di mercato" e l'altro dal valore dell'impresa sul mercato delle acquisizioni. Il diverso livello di problematicità, da questo specifico punto di vista, dei meccanismi di equa valorizzazione con riferimento alla s.p.a. e alla s.r.l. potrebbe in pratica essere, tuttavia, assai meno significativo di quanto si possa di primo acchito pensare. Si è infatti chiarito che anche ai fini dell'applicazione della disciplina del recesso del socio di s.r.l. le prospettive reddituali dell'impresa siano una voce rilevante: "non pare ... dubitabile che non sia sufficiente calcolare il valore delle singole attività e passività che compongono l'azienda, essendo altresì necessario valutare l'azienda come going concern, tenendo quindi conto dell'eventuale avviamento. ... Questa soluzione implica che, nel procedimento valutativo, entrino elementi di giudizio prospettici, quale ad esempio il prevedibile flusso di redditi futuri, debitamente attualizzato" (così, M. VENTORUZZO, *Recesso*, cit., p. 235).

<sup>600</sup> Formalmente, infatti, si tratterebbe di un mero debito, "esterno" rispetto alla società o, meglio, alla struttura finanziaria dell'impresa; e ciò, per ovvie ragioni, indebolirebbe sensibilmente la posizione del *venture capitalist*.

L'imprenditore che anche solo di fatto controlli l'organo amministrativo della *venture capital-backed firm* potrebbe infatti orientare a proprio favore, pur nel formale rispetto delle discipline che lo governano e comunque entro certi limiti, il procedimento di determinazione del valore della propria partecipazione. Il *venture capitalist* non sarebbe del tutto privo di tutele, certo; ma la questione comunque potrebbe porsi<sup>601</sup>.

Per tali ragioni, potrebbe allora osservarsi, entro una certa misura, una possibile accentuazione degli effetti redistributivi dei meccanismi di equa valorizzazione e, quindi, della problematicità della disciplina della co-vendita da trascinamento *in parte qua*, anche se tali esiti potrebbero all'atto pratico risultare rimediabili e perciò risultare, in ottica efficientistica, meno preoccupanti di quanto potrebbe di primo acchito ritenersi.

---

<sup>601</sup> Il problema, ben noto, è ben più generale, nel senso che concerne le modalità di funzionamento dell'istituto del recesso in quanto tale: sul punto, oltre a M. VENTORUZZO, *Recesso*, cit., p. 266 (ove si parla di “notevoli margini di discrezionalità degli amministratori, ai quali è semplicemente richiesto di tenere conto di tre elementi [...]” e nota che il disposto della previsione positiva certamente agli amministratori di attribuire pesi diversi ai tre elementi e anche, laddove lo ritengano opportuno, attribuire ad uno o due di essi valore pressoché nullo), anche, tra i tanti, G. MARASÀ - N. CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle S.p.a.: commento agli articoli 2437-2437-sexies*, Piccin Nuova Libreria, Padova, 2011, pp. 33 ss., spec. p. 37 ss., ove anche gli opportuni riferimenti di bibliografia; e si pone, d'altro canto, anche quando la disciplina trovi applicazione per rinvio, come per esempio accade con riferimento in virtù del disposto dell'art. 2437-sexies, c.c., che prevede che la disciplina delle azioni riscattabili sia, almeno in parte, da definire sulla scorta di quella concernente il recesso (sempre che – si intende – si ammetta che oggetto di rinvio sia la disciplina del recesso non già nella sola parte in cui reca i criteri per la liquidazione del socio le cui azioni abbiano formato oggetto di riscatto; ma anche la disciplina del recesso nella parte in cui delinea il procedimento con cui si perviene alla liquidazione della partecipazione del socio recedente: il che non è scontato): su questi temi cfr. M.L. VITALI, cit., pp. 224 ss.; e G. DI CECCO, cit., pp. 247 ss. La medesima questione sorge, poi, anche con riferimento alla disciplina dell'esclusione: cfr. F. ANNUNZIATA, Sub art. 2473-bis c.c., cit., p. 546, ove il rilievo per cui “la determinazione del valore [della partecipazione del socio escluso] spetta agli amministratori”. La medesima questione allora si ripresenterebbe, su queste basi, anche nel caso di co-vendita da trascinamento all'atto di definire il valore della partecipazione del socio trascinato che si sia avvalso dei meccanismi di equa valorizzazione: sul punto cfr., su tutti, A. STABILINI - M. TRAPANI, cit., pp. 1101-1102.

### 32.1.2. Incompletezza e staticità dei doveri fiduciari

Un ulteriore profilo, per così dire, “minore”<sup>602</sup> di problematicità della disciplina italiana della co-vendita da trascinamento è invece funzione della declinazione dei doveri fiduciari gravanti sul *venture capitalist* sì come declinati dalla giurisprudenza arbitrale e dalla dottrina<sup>603</sup>.

Una prima ragione per cui quella ricostruzione potrebbe rivelarsi problematica discende dalla carenza – per quanto consta – di un autentico obbligo di massimizzazione – di scelta, anzi, dell’opzione massimizzante la complessiva ricchezza comune. Ciò potrebbe spianare la strada alla insindacabilità di qualsiasi *trade sale* distruttiva di valore, per l’effetto esponendo l’imprenditore al rischio di non beneficiare di adeguata protezione nelle ipotesi in cui l’operazione sia motivata da intenti opportunistici – sbilanciando l’*enforcement* dell’accordo a tutto favore, da questo punto di vista, del *venture capitalist*.

Una seconda ragione discende, invece, dalla apparente tendenza degli interpreti ad assumere un atteggiamento unilaterale con riferimento alle preferenze liquidatorie, che a seconda dei punti di vista, potrebbero essere piattamente concettualizzati o non concettualizzati come *Sondervorteile*. Se si optasse per la prima soluzione, si finirebbe per ammettere che *qualsiasi trade sale* cui il *venture capitalist* proceda all’esclusivo o prevalente fine di conseguire il valore incapsulato nelle preferenze liquidatorie implichi il conseguimento di un *Sondervorteil* e, quindi, per gettare le basi per bandire le *trade sales* distruttive di valore

---

<sup>602</sup> L’impiego dell’aggettivazione impone una precisazione: non si intende dire “trascurabile”, ma soltanto qui oggetto di attenzione minore per via della scelta di privilegiare la trattazione del tema dell’equa valorizzazione: ciò non tanto o comunque non soltanto perché si tratta del tema ad oggi sicuramente più dibattuto, quanto anche e soprattutto perché – come si dirà – la definizione dei contenuti dei doveri fiduciari sia ancora in via di definizione e che la disciplina invocata per giustificarne l’enucleazione (quella – si è detto – del mandato) si caratterizzi per una forte flessibilità consente di ipotizzare che, verosimilmente, nel tempo essa andrà incontro ad un affinamento. Analogo esito sembra invece non osservabile, allo stato, con riferimento al tema dell’equa valorizzazione, che a distanza di quasi due lustri, continua ad imporsi nella sua imperatività.

<sup>603</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 31.2.



benigne. Il che potrebbe comportare uno sbilanciamento dell'*enforcement* dell'accordo a tutto favore, in questo caso, dell'imprenditore. Se si optasse per la seconda soluzione, si finirebbe invece per ignorare, almeno in parte, il ruolo degli incentivi perversi scaturenti dalle preferenze liquidatorie e quindi la causa efficiente delle *trade sales* distruttive di valore maligne, con conseguente sbilanciamento dell'*enforcement* dell'accordo nuovamente a favore del *venture capitalist*.

Una terza ragione, infine, è funzione della monoliticità della ricostruzione dei doveri fiduciari del socio trascinante, che sembra trascurare il fatto che al *venture capitalist* è in certi casi fatto *ex contractu* diritto di agire "egoisticamente". Da ciò potrebbe scaturire uno sbilanciamento dell'*enforcement* dell'accordo tra le parti a favore, di nuovo, dell'imprenditore.

Proprio per tali ragioni, la disciplina dei doveri fiduciari potrebbe, in misura più o meno importante a seconda delle caratteristiche della vicenda concreta, risultare in parte incapace di governare efficientemente i problemi che nella prassi la co-vendita da trascinamento di una *venture capital-backed firm* potrebbe porre.

È in considerazione dei segnalati profili di problematicità della disciplina *de qua* che si impone di verificare se sia possibile, pur senza rassegnare conclusioni definitive sul punto, individuare elementi che legittimino il tentativo di procedere in futuro ad una ricostruzione "alternativa", più funzionale rispetto alle esigenze che in certi frangenti – come l'esperienza delle *venture capital-backed firms* comprova – possono emergere.

La discussione su questi temi si articola in due fasi fondamentali, che corrispondono alla bipartizione già operata in sede di descrizione ed analisi della disciplina italiana della *trade sale*.

In un primo momento, si procederà alla disamina del tema dell'equa valorizzazione della partecipazione: questa parte della discussione si prefigge il triplice obiettivo di (i) dare atto delle ragioni per cui è *de jure condito* legittimo quantomeno dubitare della configurabilità di un principio di equa valorizzazione e, quindi, della irrinunciabilità dei meccanismi di equa valorizzazione; (ii) individuare, a

fronte della apparente insuperabilità degli orientamenti di segno opposto attualmente prevalenti, soluzioni che, con pragmaticità analoga a quella osservabile nel contesto statunitense<sup>604</sup>, possano *medio tempore* consentire di provocare una disapplicazione dei meccanismi di equa valorizzazione; e (iii) richiamare l'attenzione su altri elementi positivi in considerazione dei quali appare ingiustificato assoggettare la clausola di trascinamento al medesimo trattamento normativo previsto per la clausola di mero gradimento e, per l'effetto, associare ad essa l'obbligo di prevedere *ex contractu* o l'operatività *ex lege* di un diritto di recesso.

In un secondo momento, invece, si procederà alla disamina del tema dei doveri fiduciari del socio trascinante e, dunque, del *venture capitalist*, al fine di porre in rilievo, in linea con gli obiettivi di fondo di questo scritto, taluni elementi di cui si ritiene debba tenersi conto al fine di pervenire a una declinazione dei doveri fiduciari del socio trascinante quanto più possibile aderente alla realtà fattuale e, così, mettere a disposizione degli operatori economici un prodotto normativo più funzionale rispetto alle loro esigenze.

Prima però si impone, quasi preliminarmente, di evidenziare taluni dati che aiutano a comprendere i possibili equivoci verificatisi sul piano metodologico, di cui non si tarderà a percepire l'impatto sul diverso piano delle conclusioni raggiunte in punto di delineazione delle finalità di fondo della risposta regolatoria e, conseguentemente, di enucleazione della disciplina della co-vendita da trascinamento.

## 32.2. Aspetti metodologici

Il dibattito intorno alla co-vendita da trascinamento sembra essere stato condizionato da un problema *lato sensu* metodologico: a non convincere appieno sono, in particolare, le modalità con cui si è pervenuti

---

<sup>604</sup> Il riferimento è ovviamente alla recente decisione concernente il caso *Manti Holdings, LLC et al. v. Authentix Acquisition Co.*, su cui cfr. *supra*, in questo Capitolo, sub § 27.1.2.

alla delimitazione della fattispecie della co-vendita da trascinamento, concettualizzata senza – sembrerebbe – tenere presente elementi dal significativo rilievo qualificante.

Ciò – come si dirà – ha a sua volta ostacolato – sembrerebbe, anche qui le cautele sono d’obbligo – il processo di definizione della “posizione” della co-vendita da trascinamento in seno all’ordinamento societario; e, di conseguenza, l’isolamento del complesso di elementi positivi rilevanti nella prospettiva dell’enucleazione della relativa disciplina.

### 32.2.1. La parziarietà della fattispecie

Dall’analisi delle tendenze registrate in seno al sistema dell’interpretazione domestico si evince, innanzitutto, come all’enucleazione della disciplina della co-vendita da trascinamento si sia pervenuti – al pari di quanto del resto accaduto anche in altre esperienze giuridiche dell’Europa continentale<sup>605</sup> – muovendo, da un lato, dall’idea

---

<sup>605</sup> Anche in altri ordinamenti si è ragionato muovendo dalla struttura della clausola, ma non si è mai (per ora, almeno) arrivati a soluzioni analoghe alle nostre. Così, per esempio, il ragionamento di recente svolto sulla clausola di trascinamento da talune corti francesi ha preso le mosse proprio dall’inquadramento della co-vendita da trascinamento tra le operazioni di disinvestimento “forzato” e dalla esplicita qualificazione della co-vendita da trascinamento come operazione disciplinata da una “*clause de sortie forcée*” (che è clausola corrispondente a quella su cui da noi si fonda l’operazione che preclude all’esclusione *ex contractu* del socio *ex art. 2473-bis, c.c.*). In tema, cfr. nella letteratura francese, cfr. G. LECLAIR, *Exécution forcée d’une clause de sortie conjointe obligatoire (drag-along) obtenue en référé*, in *Nomos Paris*, 8 aprile 2015, disponibile all’indirizzo <[www.nomosparis.com](http://www.nomosparis.com)>. In giurisprudenza, invece v. Court d’Appel de Paris, Pôle 1, Chambre 3, 28 janvier 2014. Altrettanto è a dirsi per quanto concerne l’esperienza tedesca, su cui, in generale, cfr. F. WEDEMAN, *Gesellschafterkonflikte in geschlossenen Kapitalgesellschaften*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2013, pp. XXXV-654, spec. pp. 502-507; T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2016, XLIV-846, spec. pp. 159 e 739-742; e, per ogni approfondimento, M. TAL, *Innovationsfinanzierung durch privates Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien*, Frankfurt am Main, Peter Lang, 2010, pp. XXIV-288, spec. pp. 185-194; e H. FLEISCHER - S. SCHNEIDER, *Tag along- und Drag along-Klauseln in geschlossenen Kapitalgesellschaften*, in *Der Betrieb*, 2012, pp. 961 ss. Nel contesto tedesco, pur in difetto di puntuali decisioni giurisprudenziali, i teorici, salvo talune

che tale operazione rappresenti una vicenda di disinvestimento forzato<sup>606</sup>; e, dall'altro lato, dall'enfaticizzazione della sussistenza di un generalizzato bisogno di tutela del socio trascinato a fronte di un disinvestimento "penalizzante"<sup>607</sup>.

A superamento di questo approccio, evidentemente incentrato sulla considerazione della dimensione puramente statica della co-vendita da

---

pregevoli eccezioni, hanno incentrato la speculazione in tema, oltre che sul possibile effetto invalidante scaturente dalla violazione del divieto di porre a carico dei soci obblighi ulteriori a quello di conferimento (con riferimento alla clausola inserita nello statuto di una AG – *Aktiengesellschaft*, dato che, ove invece inserita nello statuto di una GmbH – *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, la clausola di trascinamento è da considerarsi certamente valida a prescindere da qualsiasi ulteriore "ornamento", in quanto la valutazione di ammissibilità della clausola di trascinamento), soprattutto sul paragone tra la clausola di trascinamento e "*Hinauskündigungsklauseln*" (in linea di massima corrispondenti alle clausole di esclusione del socio domestiche) in termini decisamente appiattenti, tali da privare di qualsiasi potenziale rilievo sia l'auspicio che si procedesse a un più ponderato esame della logica delle varie vicende di disinvestimento, sia la prospettazione del pur importante parallelo tra co-vendita da trascinamento e liquidazione dell'impresa. Cfr. per esempio PH. MARTINIUS - J. STUBERT, *Venture-Capital-Verträge und das Verbot der Hinauskündigung*, in *Der Betriebs-Berater*, 2006, pp. 1977-1983; e più di recente altrettanto ha fatto anche J. DRAXLER, *Private Equity Exit. Strategie und Vertragsgestaltung*, Springer, Wien-New York, 2010, pp. XXIII-173, pp. 133-134. D'altro canto, sebbene ci si sia mostrati particolarmente sensibili rispetto al rischio che possa profilarsi un possibile arbitrio da parte del socio trascinate e sebbene si sia costantemente ribadita l'esigenza di tutelare il socio trascinato dal rischio di un disinvestimento "a prezzo vile" (al punto da indurre taluni, nel contesto tedesco, a rievocare della "teoria della spada di Damocle" che in Germania è da tempo invocata per limitare il ricorso alle pattuizioni che consentono di escludere un socio da parte della giurisprudenza tedesca: in tema cfr. K.U. SCHMOLKE, *Expulsion and Valuation Clauses - Freedom of Contract vs. Legal Paternalism in German Partnership and Close Corporation Law* (2012), in *European Company and Financial Law Review*, pp. 380-419; e, *amplius*, ID., *Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2014, pp. LIV-1030, spec. pp. 534-555), non si è mai pervenuto a ipotizzare alcun "*Untergrenze*" analogo al nostro, tantomeno a pena di invalidità della clausola: cfr., infatti, J. PRIESTER, *Drag along- und Call-option Klauseln in der GmbH-Satzung*, in S. GRUNDMAN - B. HAAR - H. MERKT - P.O. MÜLBERT - M. WELLENHOFER, *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010 - I. Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Berlin, De Gruyter, pp. XLII-3489, pp. 1139 ss., ove un'ampia discussione sulle possibili tecniche utilizzabili al fine di tutelare il socio trascinato, tra cui non consta alcun cenno ai meccanismi di equa valorizzazione (o strumenti equipollenti).

<sup>606</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25.2; e in questo Capitolo, *sub* § 31.1. Più precisamente, soprattutto all'inizio, gli interpreti si sono soffermati non tanto sulle vicende di disinvestimento forzato che la co-vendita da trascinamento realizzerebbe, ma sulle caratteristiche della regola contrattuale che vale a fondare il potere di procedervi.

<sup>607</sup> *Id.*

trascinamento e nondimeno difeso da gran parte della dottrina<sup>608</sup>, si è più di recente ritenuto di poter enucleare la disciplina della co-vendita da trascinamento muovendo da una diversa concettualizzazione della stessa operazione.

Si è infatti tentato di includere nella relativa fattispecie, pur senza elaborare a supporto alcun organico quadro concettuale, sia, da un lato e a valorizzazione dei profili funzionali dell'operazione, l'accostamento della co-vendita da trascinamento alle vicende di scioglimento e liquidazione della società; sia, dall'altro lato e a specificazione delle peculiarità che tale operazione può presentare qualora essa abbia ad oggetto una *venture capital-backed firm*, l'ambivalenza dell'interesse del *venture capitalist*, spesso analogo a quello di un socio, talora coincidente con quello di un creditore<sup>609</sup>.

Nonostante il passaggio da un approccio basato sull'osservazione del dato formalistico-strutturale a un approccio più attento ai profili sostanzialistico-funzionali della co-vendita da trascinamento, agli interpreti sembra comunque continuare a sfuggire qualcosa: da un lato, sembrerebbe persistere la carenza di quella granulare conoscenza della fattispecie che, come un maestro del diritto commerciale italiano andava insegnando molto prima di qualsiasi moderna teoria della regolamentazione<sup>610</sup>, deve precedere qualsiasi tentativo di definire contenuti e finalità della disciplina cui eventualmente assoggettarla<sup>611</sup>; e,

---

<sup>608</sup> Cfr. per esempio M. DEL LINZ, *cit.*, *passim*; A. NEGRI-CLEMENTI - N. PERRICONE, *cit.*, *passim*; D. PISELLI, *cit.*, *passim*; C. LUCATO - E.M. GOITRE, *cit.*, *passim*; *cit.*, *passim*; M. MASCIULLO, *cit.*, *passim*; I. SCOTTI, *cit.*, *passim*; e E. SPOLIDORO, *cit.*, *passim*.

<sup>609</sup> Si allude alle posizioni assunte dalla dottrina più recente, di cui si è detto in precedenza: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 31.2.

<sup>610</sup> Sulla "conoscenza dell'oggetto della regolamentazione" quale presupposto di qualsiasi ipotesi regolatoria, cfr. per esempio BALDWIN R. - CAVE M. - LODGE M., *cit.*, *passim*.

<sup>611</sup> Cfr. C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale. Vol. I: I commercianti*, Milano, Vallardi, 1929 (Va ed.), pp. XVI-373, pp. II-III, ove l'ammonizione rivolta a studenti e studiosi di "non avventurarsi mai in alcuna trattazione giuridica [ove] e non [ne] conosc[a]no a fondo la struttura tecnica e la funzione economica dell'istituto che è l'oggetto dei loro studi», giacché sarebbe "[...] una slealtà scientifica, è un difetto di probità parlare di un istituto per fissarne la disciplina giuridica senza conoscerlo a fondo nella sua realtà. Se il diritto ha per iscopo di regolare gli effetti di un istituto, è evidente che lo studio pratico della sua natura deve precedere quello del diritto.

dall'altro lato, tale stato di cose sembra incidere sensibilmente sull'enucleazione della disciplina cui assoggettare la co-vendita da trascinamento e, prima ancora, sull'insieme degli elementi concettuali e positivi meritevoli di essere considerati in quest'ottica<sup>612</sup>.

È a dirsi in primo luogo della fattispecie.

Innanzitutto, l'idea che la fattispecie della co-vendita da trascinamento possa essere delineata muovendo dall'accostamento ad altre vicende di disinvestimento forzato sembra essere il risultato di un'ipersemplificazione della realtà dalla cui osservazione muove il processo di delineazione della fattispecie. L'esigenza, che giustificabilmente domina il processo di astrazione, di muovere da una ideale semplificazione della realtà strumentale al più agevole isolamento degli elementi dal rilievo propriamente qualificante ai fini della delineazione di una qualsiasi fattispecie<sup>613</sup> sembra qui essere stata privilegiata in misura eccessiva, cioè a tal punto da condurre a una visione parziaria della realtà empirica; e sembra aver perciò provocato una sorta di insensibilità rispetto a taluni elementi fattuali dal sicuro rilievo qualificante.

Alla fattispecie della co-vendita da trascinamento delineata dal notariato e dalla giurisprudenza e poi da gran parte della dottrina sembrano infatti essere del tutto estranei sia, da un lato, i profili funzionali dell'operazione, che l'accostamento di essa alle altre operazioni di disinvestimento forzato conosciute dall'ordinamento ha di fatto obnubilato<sup>614</sup>; sia, dall'altro lato, la variabilità del bisogno di tutela del socio trascinato, che la scelta di sorvolare del tutto sulle pur importanti peculiarità che la co-vendita da trascinamento esibisce ove

---

<sup>612</sup> Sulla relazione tra fattispecie e disciplina della fattispecie stessa cfr. F. SANTORO PASSERELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1983, pp. XI-192, spec. pp. 105-106.

<sup>613</sup> Cf. ancora F. SANTORO PASSERELLI, *cit.*, p. 12. Per approfondimenti in tema cfr. invece P.G. MONATERI, *Fattispecie* (voce), in *Digesto disc. civ. - vol. VIII*, Torino, Utet, 1992, pp. 224 ss., spec. p. 231 ss., ove la lucida spiegazione del fondamento concettuale della nozione di fattispecie, del ruolo che essa svolge in seno alla teoria giuridica e, a un livello diverso, all'atto della definizione della relativa disciplina.

<sup>614</sup> Lo si deduce chiaramente dalle notazioni già svolte in precedenza a sintesi degli orientamenti correnti in tema: cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* §§ 25.1.

oggetto ne sia una *venture capital-backed firm* ha impedito di percepire<sup>615</sup>.

D'altro canto, al successivo tentativo di meglio delineare la fattispecie cogliendone gli aspetti dinamici non è poi seguita una piena valorizzazione dei risultati conseguiti sul piano ricostruttivo.

Per un verso, lo sforzo proteso a valorizzare i profili funzionali della co-vendita da trascinamento si è risolto nell'instaurazione di un esclusivo parallelo con la liquidazione, che finisce per enfatizzare l'effetto del co-disinvestimento e così per obnubilare il ben più pregnante dato dell'appartenenza dell'operazione in discorso al più ampio *genus* di quelle strumentali al trasferimento del controllo totalitario degli *assets* di un'impresa e ancor più in generale delle operazioni straordinarie.

Per altro verso, le potenzialità dell'accento all'ambivalenza dell'interesse del *venture capitalist* sono state poi di fatto neutralizzate dalla segnalata preminenza della formale posizione del *venture capitalist* quale *equity holder*, finendo per risultare irrilevante nella prospettiva dell'apprezzamento della complessità delle declinazioni che la co-vendita da trascinamento può in concreto assumere e quindi dell'apprezzamento dei presupposti e dei limiti del bisogno di tutela del socio trascinato<sup>616</sup>.

Le ricostruzioni della fattispecie in esame sono dagli interpreti state elevate a premessa maggiore del sillogismo da cui si è poi fatta scaturire l'enucleazione della relativa disciplina.

Così, a quanti hanno ritenuto di poter accostare la co-vendita da trascinamento alle vicende di disinvestimento forzato è apparso naturale non dare alcun concreto ed effettivo rilievo alla natura della co-vendita come operazione di trasferimento del controllo totalitario dell'impresa; e, nella prospettiva dell'enucleazione della relativa disciplina, soffermarsi, di conseguenza, sul problema della protezione del valore attuale della partecipazione del socio trascinato e affidarne la soluzione ai già più volte richiamati meccanismi di equa valorizzazione.

---

<sup>615</sup> *Id.*, ma v. anche *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 31.1.

<sup>616</sup> *Id.*, ma v. anche *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 31.1.

Similmente, a quanti invece accostano l'operazione *de qua* alla liquidazione è apparso altrettanto naturale sia escludere che l'ordinamento offra indicazioni utili a legittimare la previsione di presidi preordinati a tutelare il valore attuale della partecipazione del socio trascinato; sia, di conseguenza, ipotizzare che eventuali istanze di tutela debbano essere invece recepite esclusivamente da una disciplina dei doveri fiduciari modulata sulla falsariga della disciplina di quelli gravanti sul socio di maggioranza nel contesto delle fasi finali della vita dell'impresa.

### 32.2.2. Una più inclusiva fattispecie

Quell'approccio – *recte*: quegli approcci – e le conclusioni cui per effetto di esso – *recte*: essi – si è pervenuti non sembrano però condivisibili.

Infatti, ove, nella già segnalata prospettiva di enucleare una disciplina che, da un lato, ne rifletta le caratteristiche e ne stemperi, per quanto occorra e per quanto possibile, le problematiche e, dall'altro, sia in grado di riflettere le indicazioni dell'ordinamento societario nel suo complesso, ci si ponga l'obiettivo di preliminarmente delineare la fattispecie della co-vendita da trascinamento, non sembra in realtà possa pensarsi di prescindere da un approccio che – come una parte del sistema dell'interpretazione ha peraltro già tentato di fare<sup>617</sup> – operi una puntuale mappatura delle numerose caratteristiche della co-vendita da trascinamento come *operazione economica*<sup>618</sup>.

---

<sup>617</sup> Cfr., su tutti, N. DE LUCA, *Ancora, cit., passim*; e A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari, cit., passim*; ma v. anche C.F. GIAMPAOLINO, *cit.*, p. 927, ove il riferimento all'idea della co-vendita da trascinamento come “*procedimento di sostituzione integrale della compagine sociale*”.

<sup>618</sup> Sin da D. HERWITZ, *Business Planning: Materials on the Planning of Corporate Transactions*, New Brooklyn (NY), Foundation Press, 1966 (1a ed.), pp. XXXI-941, spec. pp. XI ss., già in introduzione, e, *amplius*, 811 ss., ove la sottolineatura dell'esigenza, propriamente metodologica, di educare i giuristi a tenere in



Già da tempo prevalente presso gli aziendalisti, a tale approccio oggi si guarda con diffuso favore anche da parte della scienza giuridica, che, soprattutto a fronte delle sfide di isolamento degli elementi rilevanti nella prospettiva del trattamento normativo cui assoggettare taluni complessi schemi negoziali contemporanei, tende ormai a riconoscere il rilievo “ordinante” della nozione<sup>619</sup>.

È proprio sulla base di queste generalissime premesse di carattere metodologico che, andando in parte oltre l’atteggiamento al riguardo sinora assunto dal sistema dell’interpretazione nel suo complesso, appare allora, per un verso, doveroso guardare alla sostanza della co-vendita da trascinarsi al fine di coglierne, isolarne e valorizzarne appieno, nonché segnalarne e sistematizzarne tanto gli aspetti funzionali<sup>620</sup>, quanto i profili economico-finanziari; e, per altro verso, anche possibile, a pratica implementazione di tale alternativo approccio, segnalare, attingendo al quadro concettuale sopra delineato<sup>621</sup>, taluni ulteriori aspetti cui si è sinora prestata poca attenzione.

---

debito conto gli aspetti transazionali di una data operazione per comprenderne i profili di problematicità e apprestare una disciplina utile a neutralizzarli.

<sup>619</sup> Per le opportune precisazioni in merito alla distinzione tra “contratto” e “operazione economica”, quale nozione cui pure attribuire rilevanza ordinante, nonché per alcuni spunti di riflessione in merito alle implicazioni che possono farsene scaturire sul versante della ricostruzione della disciplina applicabile ai negozi atipici e per una triplice applicazione concreta, cfr., su tutti, E. GABRIELLI, *Il contratto e l’operazione economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, pp. 93-114, spec. pp. 97-105, ma anche *passim*. Sviluppa pregevolmente questo approccio, fornendo numerosi e preziosi spunti potenzialmente rilevanti anche ai fini della trattazione della questione qui esaminata ma di cui non è per ora possibile dare conto, F. FERRARO, *Patto di opzione e operazione economica*, Milano, 2016, pp. XVII-265. Per certi aspetti ancor più in linea con questo approccio risulta essere F. SARTORI, *Contributo allo studio della clausola risolutiva espresso*, Napoli, ESI, 2012, pp. 183, spec. pp. 39 ss., la ricostruzione della fattispecie muovendo dalla considerazione degli aspetti economici delle modalità con cui si realizza l’operazione di scambio in presenza di una clausola di risoluzione espresso del contratto.

<sup>620</sup> Cfr. in particolare V. BRUDNEY - M. CHIRELSTEIN, *Cases and Materials on Corporate Finance*, Mineola (NY), 1972 (1a ed.), pp. XXXIX-196, spec. pp. 1-8, ove la sottolineatura della fondamentale importanza di prestare attenzione anche agli aspetti di finanza aziendale, pur declinati in modo più semplice rispetto a quanto si imporrebbe dal punto di vista tecnico, ai fini della piena comprensione della struttura impressa a date operazioni e, quindi, dei profili di problematicità che esse presentano, onde, in definitiva, non essere tratti in inganno dall’aspetto esteriore che esse presentano.

<sup>621</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 10 ss., spec. §§ 13-16.

Innanzitutto, la valorizzazione, sulla scorta di un organico ragionamento concernente il fondamento del potere di cui essa è funzione, degli aspetti funzionali della co-vendita da trascinamento consente di arricchire la relativa fattispecie di un elemento cui sinora si è al più meramente accennato ma che invece riveste importanza notevole.

Il rilievo, sopra svolto, circa il fatto che la co-vendita da trascinamento risulta preordinata al perseguimento del risultato del trasferimento del controllo totalitario degli *assets* dell'impresa in favore di un terzo acquirente prelude, infatti, al superamento dell'idea che la co-vendita da trascinamento sia solo o innanzitutto una vicenda di disinvestimento forzato; e giustifica, al contempo, l'approdo verso accostamenti dal rilievo e dall'utilità quantomeno complementari, se non addirittura assorbenti.

Ci si riferisce *non soltanto* – come la dottrina più attenta ha subito notato a vantaggio della successiva giurisprudenza<sup>622</sup> (anche notarile<sup>623</sup>) – al parallelo con la liquidazione; *ma anche* all'accostamento della co-

---

<sup>622</sup> Cfr. Prima di tutti però lo aveva rilevato C. ANGELICI, *Fra mercato e società*, cit., p. 48, nt. 97, ove si legge “è anche possibile, e riterrei preferibile, sottolineare la circostanza che in effetti la clausola di drag-along non pone i problemi di cui si preoccupa il segnalato orientamento giurisprudenziale e, in particolare, non può essere equiparata ad un'ipotesi di esclusione. La circostanza in particolare che il suo esito è l'alienazione dell'intera partecipazione sociale, anche di quella del socio cui compete il potere di «trascinamento», per un verso implica un'omogeneità di conseguenze per tutti i soci, ed allora quanto meno ne riduce la portata come mezzo di pressione nei confronti degli altri soci al fine di alterare i rapporti endosocietari [...] per un altro verso assume il significato, dal punto di vista del socio «trascinato», non tanto di un'esclusione, quanto di una liquidazione della società”. A conclusioni in parte qua simili sono successivamente pervenuti sia la giurisprudenza (cfr. Trib. Milano, 22 dicembre 2014, cit., ove si afferma che, “nel momento in cui si riconduce così la ragione costitutiva di una simile previsione statutaria alla tutela di un interesse al disinvestimento, quale anch'esso ricompreso nella causa del contratto di società, allora si deve prendere atto di una significativa distanza di una tale fattispecie da quella tipica della “esclusione” disciplinata ex lege (invece strettamente funzionale ad esigenze di governo della fase più strettamente attuativa/imprenditoriale del contratto sociale), una fattispecie in realtà (quella di co-vendita nei termini di cui alla delibera in parola) che piuttosto pare richiamare il generale potere della maggioranza assembleare di disporre lo scioglimento della società attraverso liquidazione dei beni sociali invece che delle quote”), sia il notariato (cfr. CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE *Massima I.I.25*, cit.; e ID., *Massima H.I.19*, cit.). In senso analogo è orientato anche A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, loc. ult. cit.

<sup>623</sup> Cfr., per le indicazioni, *supra*, Capitolo II, sub § 2.2.1 (in fine).

vendita da trascinamento ad altre operazioni, tra cui – come l’esperienza statunitense dimostra – rilievo primario assume la fusione con integrale conguaglio in denaro e – come alla luce del diritto domestico non può farsi a meno di osservare – anche il trasferimento di partecipazioni seguito da un diritto di acquisto “residuale” in capo all’acquirente<sup>624</sup>.

A sua volta, la considerazione dei profili economico-finanziari della co-vendita da trascinamento è in grado di porre in rilievo un altro importante elemento che risulta certamente meritevole di essere considerato all’atto di delineare la fattispecie di riferimento.

Prestando attenzione, per esempio e ai fini che qui rilevano soprattutto, alle implicazioni scaturenti dalla conformazione della struttura finanziaria dell’impresa e delle regole che governano l’allocazione del *surplus* generato dalla relazione di *business* tra *venture capitalist* e imprenditore appare infatti possibile segnalare le peculiarità di una co-vendita da trascinamento avente ad oggetto una *venture capital-backed firm*; e, quindi, evidenziare e apprezzare la *relatività* – se così si può e si vuole dire – del bisogno di tutela del socio trascinato, che nel caso di specie si identifica con l’imprenditore.

La considerazione dei profili economico-finanziari della co-vendita da trascinamento consente, più precisamente, di identificare situazioni in cui la distruzione di valore che si accompagna all’esecuzione dell’operazione è il risultato dell’esercizio di puntuali prerogative *ex contractu* attribuite al socio trascinante (ossia, al *venture capitalist*); ed in cui non sono pertanto ravvisabili elementi che giustifichino l’enucleazione di un bisogno di tutela del socio trascinato (ossia, all’imprenditore)<sup>625</sup>.

Tale relativizzazione del bisogno di tutela del socio trascinato non è evidentemente priva di implicazione sul versante della delimitazione della fattispecie della co-vendita da trascinamento, i cui contorni presentano ora sfumature prima impercettibili ma importanti.

---

<sup>624</sup> Il riferimento è, fondamentalmente, al diritto di acquisto di cui all’art. 111, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

<sup>625</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 10 e 18.

Non appare infatti più possibile affermare che *costante* caratteristica della co-vendita da trascinamento sia l'esigenza di tutela del valore attuale della partecipazione del socio trascinato; mentre appare più preciso rilevare come si imponga di tratteggiare una linea di ideale demarcazione tra le ipotesi in cui, con specifico riferimento alle *venture capital-backed firms*, siano osservabili dinamiche autenticamente predatorie, a fronte delle quali il socio trascinato merita una protezione, come in particolare è a dirsi per quelle situazioni in cui l'imprenditore resta vittima dell'opportunismo del *venture capitalist*; e quelle ipotesi in cui, invece, con precipuo riferimento alle *venture capital-backed firm*, il sacrificio di una frazione della complessiva ricchezza comune è funzione del legittimo esercizio, da parte del *venture capitalist*, di proprie prerogative contrattuali e in cui perciò all'imprenditore non è sottratto nulla di più di quanto egli non si fosse già in precedenza detto disposto a rinunciare<sup>626</sup>.

Lungi dall'essere un esercizio fine a sé stesso o rilevante sul piano meramente metodologico, e pur senza essere seguiti da uno sforzo definitorio da cui verosimilmente scaturirebbe un enunciato incapace di abbracciare la complessità della co-vendita da trascinamento, i rilievi sopra formulati appaiono comunque sufficienti a porre in rilievo due elementi dal significativo rilievo qualificante sia nell'ottica della delineazione della fattispecie della co-vendita da trascinamento; sia, di conseguenza, anche – come subito si viene meglio dicendo – nella duplice prospettiva della definizione, anzi ri-definizione, della posizione della co-vendita da trascinamento in seno all'ordinamento societario; e, quindi, della delineazione del quadro di elementi positivi rilevanti ai fini dell'enucleazione della relativa disciplina, per quanto innanzitutto attiene – se ne dirà oltre – alle esigenze di tutela del socio trascinato che essa può lasciare emergere.

---

<sup>626</sup> Cfr. ancora *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 10 e 18.

### 32.2.3. Riposizionamento della co-vendita da trascinamento

L'idea che la co-vendita da trascinamento sia affine ad altre vicende di disinvestimento forzato discende – come già rilevato – dalla valorizzazione dei profili strutturali-effettuali dell'operazione e soprattutto dalla rilevata possibilità che la prima come le seconde possano generare esiti predatori<sup>627</sup>. Poiché il segnalato rapporto di affinità si basa su una coppia di dati incontrovertibili, non si intende revocare in dubbio la plausibilità di tale accostamento.

Nondimeno, i già svolti rilievi circa la necessità di concepire la co-vendita da trascinamento in termini tali da valorizzarne il profilo funzionale suggeriscono anche di chiedersi se la posizione della co-vendita da trascinamento possa essere definita *unicamente* sulla scorta del richiamo alla categoria delle operazioni di disinvestimento forzato; o se debba, o quantomeno possa, tale posizione essere invece definita sulla base delle indicazioni ricavabili dall'accostamento ad altre operazioni ad essa funzionalmente equivalenti, che non sono certo meno plausibili di quella basata sulla valorizzazione dell'aspetto strutturale ed effettuale.

Infatti, se da quest'ultimo punto di vista, la co-vendita da trascinamento esibisce caratteristiche che ne giustificano l'accostamento ad altre vicende di disinvestimento forzato, essa non è perciò solo meno vicina, dal punto di vista sostanziale e funzionale, non soltanto alla liquidazione dell'impresa, ma – come si è detto – anche alla fusione e a un'operazione di trasferimento della partecipazione di un socio seguita da una operazione di acquisto “forzoso” della partecipazione dell'altro socio, quali operazioni di cui, oltretutto, la co-vendita da trascinamento replica – per quanto già rilevato<sup>628</sup> – anche la struttura economica e di cui, infatti, pone, in termini generali, i medesimi problemi.

A dispetto della necessitata sommarietà che in questa sede li caratterizza, i rilievi che precedono sono forieri di non trascurabili implicazioni, innanzitutto per quanto attiene alla definizione dell'origine della co-vendita da trascinamento – o, più precisamente, alla scelta dei

---

<sup>627</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* 31.1.

<sup>628</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 10 ss., spec. §§ 13-16.

privati di elaborare la regola privata che vale a fondare il potere di procedervi: origine che sembra essere il prodotto di un processo in cui interagiscono due elementi: uno, per così dire, fattuale e perciò di carattere generale; e un altro, per così dire, regolatorio e perciò “indigeno”.

Dal primo punto di vista, non si può fare a meno di rilevare come la scelta di procedere alla co-vendita da trascinamento si spieghi innanzitutto in ragione delle non trascurabili inefficienze associate a talune operazioni pure in astratto ad essa funzionalmente equivalenti (che pure nel nostro ordinamento sarebbero in astratto ipotizzabili).

Anche a prescindere dalla circostanza che esse postulano una allocazione dei poteri decisionali che non sempre ben si concilia con la posizione minoritaria del *venture capitalist* in seno all'impresa, la cessione d'azienda come la liquidazione del complesso aziendale comportano, rispettivamente, costi di transazione e una distruzione di valore significativamente maggiori di quelli associati a una co-vendita da trascinamento, che perciò presenta, sul piano propriamente efficientistico, un non trascurabile vantaggio competitivo<sup>629</sup>. Inefficienze non trascurabili, d'altro canto, scaturirebbero anche dal ricorso, in astratto ammissibile ove consti una regola statutaria *ad hoc*<sup>630</sup>, ad una operazione bifasica che contempra il trasferimento di una partecipazione (di controllo) seguito dall'acquisto dell'altra partecipazione<sup>631</sup>.

---

<sup>629</sup> Si rinvia, sul punto, a quanto rilevato in precedenza, in termini generali, a proposito delle caratteristiche delle diverse operazioni utilizzabili al fine di procedere al trasferimento del controllo totalitario degli assets di un'impresa: cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 16.

<sup>630</sup> Sulle condizioni di fattibilità di tale soluzione si tornerà brevemente in seguito: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 32.3.

<sup>631</sup> Ci si riferisce all'ipotesi di un diritto di acquisto residuale in favore dell'acquirente, secondo quanto in generale già rilevato in precedenza: cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 13.2. La subottimalità della soluzione è funzione della natura dell'operazione: si tratta, infatti, di una operazione bifasica che, dal punto di vista dell'acquirente comporta nel complesso costi relativamente maggiori (anche per via del rischio di controversie giudiziarie e, ancor prima, dell'allungamento dei tempi necessari alla creazione dei presupposti per l'integrazione delle realtà aziendali); e che, dal punto di vista dei soci della target, può incidere sull'entità del valore complessivamente estraibile dall'acquirente in sede di negoziazione dei termini dell'operazione. Al

Dal secondo punto di vista, invece, merita invece attenzione il dato seguente: al netto della testè segnalata subottimalità di altre soluzioni, comunque teoricamente prospettabili, la co-vendita da trascinarsi si presenta come il prodotto delle rigidità della disciplina domestica della fusione<sup>632</sup>.

Infatti, a dispetto delle possibilità à *la charte* offerte dal diritto societario europeo<sup>633</sup>, il diritto societario domestico vigente,

---

riguardo, per taluni minimali rilievi di carattere generale e le indicazioni di bibliografia cfr. ancora *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 13.2 e 15.2.

<sup>632</sup> In tema, *ex multis*, cfr. G. GUERRERA, *Trasformazione, fusione e scissione*, in AA.VV. *Diritto delle società di capitali (manuale breve)*, Giuffrè, Milano, 2003, pp. XI-421, pp. 336 ss.; L. SCIPIONE, *La nuova disciplina delle operazioni straordinarie: trasformazione, fusione, conferimento, scissione, liquidazione delle società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2006, pp. X-311. Per un inquadramento della fusione in base al diritto pre-riforma, cfr. invece, *ex multis*, P.G. MARCHETTI, *La fusione*, in *Riv. not.*, 1991, I, pp. 23 ss. e A. SERRA - M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, Giappichelli, Torino, 1994, pp. VI-421, spec. pp. 11 ss.

<sup>633</sup> La disciplina domestica della fusione implementa la corrispondente disciplina europea: infatti, in base all'art. 4 della Direttiva 2011/35/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 5 aprile 2011 relativa alle fusioni delle società per azioni (già Terza Direttiva del Consiglio 78/853/CEE del 9 ottobre 1978 relativa alle fusioni delle società per azioni), per "fusione mediante costituzione di una nuova società" è da intendersi "l'operazione con la quale più società, tramite il loro scioglimento senza liquidazione, trasferiscono a una società che esse costituiscono l'intero patrimonio attivo e passivo mediante l'attribuzione ai loro azionisti di azioni della nuova società ed, eventualmente, di un conguaglio in danaro non superiore al 10 % del valore nominale delle azioni attribuite o, in mancanza di valore nominale, della loro parità contabile". Ora, se è vero – come rilevato da N. DE LUCA, *European Company Law. Text and Materials*, Cambridge, CUP, 2016, Kindle Edition, § 19.1 – che il diritto societario europeo "does not permit the so called cash-out or freeze-out merger", che altro non è che una *species* del *genus cash-for-stock merger* qualificata dalla finalità, dato che essa è volta a ristrutturare la base proprietaria tramite per effetto della concentrazione delle partecipazioni sociali in capo al socio di controllo e, dunque, a effettuare un *freeze-out*, è altrettanto vero, però, che il legislatore domestico non ha previsto uno schema alternativo ma funzionalmente equivalente alla fusione in cui il conguaglio in danaro sarebbe ammissibile, che è opzione che la disciplina europea non esclude, ma ammette esplicitamente. Come ha di recente notato T. VOS, 'Baby, it's cold outside ...' - *A Comparative and Economic Analysis of Freeze-outs of Minority Shareholders* (2018), in *European Company and Financial Law Review* 15, pp. 148 ss., spec. p. 186, ntt. 16-18 e testo corrispondente, "[a]rticles 3 and 4 of the Merger Directive provide that cash payments in a merger may not exceed 10% of the nominal value or the accounting par value of the shares", but "[M]ember [S]tates can opt to allow operations that are equivalent to mergers, but with cash payments of more than 10%, in which case the same safeguards of the Merger Directive apply (article 30 Merger Directive)". Il dato era stato in precedenza già sottolineato da M. VENTORUZZO, *Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals* (2010), in *Virginia Journal of*

probabilmente in nome dell'esigenza di prevenire il "disinteressamento" dei soci esterni, circoscrive la possibilità di corrispondere ai soci della società che partecipa alla fusione un conguaglio in denaro entro gli angusti spazi delimitabili in ragione della funzione meramente integrativa che, secondo l'opinione ad oggi prevalente<sup>634</sup>, esso è destinato a perseguire<sup>635</sup>.

---

*International Law*, pp. 841 ss, spec. p. 877; e L. PINTA, *The U.S. and Italy: Controlling Shareholders' Fiduciary Duties in Freeze out Mergers and Tender Offers* (2011), in *NYU Journal of Law & Business* 7, pp. 931 ss., spec. p. 932.

<sup>634</sup> Per la condivisibile tesi più permissiva (con riferimento, però, alle sole fusioni semplificate), cfr. però R. SANTAGATA, *La fusione (semplificata) di società non azionarie*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. III, Torino, Utet, 2007, pp. V-871, pp. 311 ss., spec. p. 318.

<sup>635</sup> Come noto, "...[i]l conguaglio in danaro non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate": cfr. art. 2501-ter, c. 2, c.c. A specificazione di ciò si impone di precisare che, nel prevedere che il progetto di fusione possa prevedere un "eventuale conguaglio in denaro", la disposizione di cui all'art. 2501-ter, c. 1, n. 3, c.c. non implica che al conguaglio in denaro possa ascrivere una funzione "realizzativa", tale che al socio della società coinvolta nell'operazione siano corrisposti esclusivamente contanti, ma solo di "conguagliare" in denaro le partecipazioni mancanti rispetto al coefficiente di concambio o ad un multiplo di esso. In tema, oltre a A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, Giuffrè, 2004, pp. X-393, spec. pp. 142 ss., cfr. anche G. SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni (e le scissioni) semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, I, pp. 889 ss., spec. p. 890. A conclusioni diverse potrebbe, allo stato attuale del diritto societario, pervenirsi al più per quanto concerne le fusioni coinvolgenti esclusivamente società non azionarie, con riferimento alla cui disciplina è possibile ipotizzare un'interpretazione tale da consentire un utilizzo del conguaglio in denaro per finalità non meramente integrative. La disposizione di cui all'art. 2505-quater c.c., che tra le "semplificazioni" concernenti le fusioni a cui partecipino soltanto società non azionarie contempla la disapplicazione della regola che fissa nel 10% del valore nominale delle azioni assegnate a ciascun socio la soglia massima del conguaglio in denaro attribuibile in sede di fusione si caratterizza per una formulazione che non consente di comprendere quali siano gli "effetti" della disapplicazione delle disposizioni ivi richiamate: se, cioè, "le disposizioni qui 'derogate' non si applichino per ciò che esse consentono" e dunque "l'attribuzione di un conguaglio in contanti" ovvero "per ciò che esse non consentono" e dunque "l'attribuzione ai soci di un conguaglio superiore al 10% del valore nominale delle azioni assegnate a seguito della fusione". *Id.*, p. 891. Poiché dalla prima delle possibili letture scaturirebbe un aggravamento e non una semplificazione della disciplina della fusione delle società non azionarie, che allora non potrebbero "conguagliare" in denaro le partecipazioni mancanti rispetto al coefficiente di concambio o ad un multiplo di esso e ciò sarebbe in aperto "contrasto con lo spirito complessivo della disciplina in esame", sembra ragionevole "accreditare di una maggiore attendibilità, e rispondenza alla ratio complessiva dell'art. 2505-quater, l'opposta lettura", tale cioè da dire in tali frangenti "consentito, in costanza di fusione, di liquidare (un tempo si diceva "disinteressare")



Tale disciplina, sulla cui attualità ed utilità a questo punto ci si dovrebbe (anche perciò) interrogare<sup>636</sup>, costringe allora i privati a replicare uno schema funzionalmente alla funzione con integrale conguaglio in denaro sul meno regolamentato piano del trasferimento delle partecipazioni sociali, ricorrendo alla co-vendita da trascinamento<sup>637</sup>.

Il che allora consente di ipotizzare che nella co-vendita da trascinamento possa intravedersi non tanto (o comunque non solo e non primariamente) il risultato di un potere che origina da un contratto “alieno”<sup>638</sup>, quanto (anche e probabilmente principalmente) l’esito di un

---

*parzialmente i singoli soci attraverso l’attribuzione di una somma di denaro, che non assolverebbe allora, o potrebbe non assolvere, soltanto alla funzione di conguaglio”.*

<sup>636</sup> Si allude – lo si intende – all’opportunità di riflettere sulla ottimalità di quella parte della disciplina della fusione che appunto costringe entro spazi estremamente angusti la possibilità di ricorrere al conguaglio in denaro, ai fini – sia chiaro – di verificare se allo stato, anche alla luce delle esigenze degli operatori economici desumibili dal ricorso alla co-vendita da trascinamento, non sia opportuno ripensarne la rigidità e, in definitiva, l’attualità: se, in altre parole, in una prospettiva *de jure condendo*, non sia auspicabile una modifica della disciplina *de qua* per quanto segnatamente attiene ai profili di cui si è or ora detto. Si noti, del resto che l’ordinamento, in parte contraddicendo la logica della disciplina della fusione, già consente di procedere al disinteressamento del socio, per esempio (e si intende per esempio) tramite il raggruppamento azionario. Per alcuni spunti di riflessione in tema, cfr., su tutti, a L. ENRIQUES, *A New EU Business Combination Form*, cit., *passim*; ma anche M. VENTORUZZO, *Freeze-outs*, cit., *passim*; e L. PINTA, cit., *passim*.

<sup>637</sup> Si tratta di una forma di “*transactional arbitrage*” (analogo a quello di cui si è discusso *supra*, Capitolo III, sub § 28.1.3; e di cui offre altri esempi anche L. ENRIQUES, *Related Party*, cit., pp. 7 ss.) che sposta il processo di *decision-making* fuori dagli organi sociali (in tal senso A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit., p. 251): con tutte le conseguenze che ne scaturiscono in punto di ricostruzione della relativa disciplina e ancor prima – come rilevato nel testo – di concettualizzazione dell’operazione e di sistemazione di essa in seno all’ordinamento societario.

<sup>638</sup> L’idea che la co-vendita da trascinamento origini da un contratto alieno è diffusa nel contesto domestico: cfr., per esempio, M. DEL LINZ, cit., p. 1075. Quell’idea riflette – lo si intuisce – gli approdi cui era qualche tempo fa pervenuta una autorevole dottrina civilistica: cfr. G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, Giappichelli, 2010, pp. XI-242. In realtà, l’idea che la co-vendita da trascinamento sia funzione di una regola negoziale “d’importazione” sembra discendere dall’equivoco sui contenuti dell’omonima e funzionalmente simile regola negoziale dell’esperienza statunitense (di cui si è brevemente già detto: cfr. *supra*, in questo Capitolo, sub §§ 27.1 e 28.1.3), che però presenta caratteristiche analoghe a quella invece riscontrabile nel contesto dell’esperienza italiana e, più in generale, delle esperienze europee (su cui cfr. *supra*, in questo Capitolo, sub §31.1). Né in senso contrario varrebbe obiettare che la co-vendita da trascinamento origina da una clausola dalla originaria denominazione in lingua

processo di innovazione contrattuale sviluppatosi in seno al nostro ordinamento (così come in altri sistemi giuridici europei<sup>639</sup>) per superare i segnalati ostacoli di carattere regolatorio, e il cui innegabile “vantaggio competitivo” rispetto ad altre operazioni (che postulano il controllo quantomeno dell’organo assembleare, come la fusione) consiste nella flessibilità conseguibile sul piano dell’allocazione dei poteri decisionali: infatti, almeno in astratto, persino al *venture capitalist* cui sia riferibile una partecipazione meramente simbolica potrebbe esser *ex contractu* fatto potere di provocare la co-vendita da trascinamento<sup>640</sup>.

In luogo dell’alienità che alla co-vendita da trascinamento non inerisce – per quanto testé rilevato – dal punto di vista per così dire “genetico” (cioè della pattuizione che fonda il potere di cui essa è funzione) è invece immaginabile un’“altra” alienità, che è quella percepibile sul piano della certa a-tipicità della fattispecie (intesa come inclusiva degli elementi isolabili guardando all’operazione economica):

---

inglese: il dato è vero, ma non sposta minimamente i termini della questione in quanto non si tratterebbe certo della prima clausola negoziale che, pur da noi all’inizio enucleata e impiegata in modo del tutto indipendente da quanto magari contemporaneamente accadeva in altre esperienze giuridiche, è stata successivamente identificata, per via della frequenza con cui oggi più di ieri espressioni anglosassoni sono impiegate per definire concetti giuridici autoctoni, con la corrispondente espressione straniera.

<sup>639</sup> Con riferimento all’esperienza tedesca a tanto accenna per esempio T. KUNTZ, *cit.*, p. 741, nt. 331.

<sup>640</sup> La circostanza che la co-vendita da trascinamento sia, per quanto or ora rilevato, il “surrogato”, se così si vuol dire, di un’operazione che l’ordinamento – a torto o a ragione ora non importa – vieta, imporrebbe di considerare il tema, sinora del tutto trascurato, della possibile invalidità della clausola di trascinamento per contrasto con la *ratio* di quella parte della disciplina della fusione che vieta di “liquidare” il socio. La questione appare invero infondata: se quella disciplina si lasciasse giustificare in ragione dell’esigenza di proteggere il socio dal rischio del disinteressamento, si potrebbe agevolmente obiettare che – come già rilevato – vi è assoluta convergenza di vedute sul fatto che la co-vendita di trascinamento non è utilizzabile per il perseguimento di tale obiettivo; se, invece, si spiegasse quella disciplina in ragione dell’esigenza di prevenire una sorta di “drenaggio finanziario” della società e dunque, in ultima analisi, dell’esigenza di proteggere i creditori, si potrebbe obiettare che nella co-vendita da trascinamento, a differenza di quanto accade nella fusione, le liquidità necessarie a disimpegnare i soci della *target* non provengono dall’interno, ma dall’esterno della società. Sulla *ratio* della disposizione secondo cui “...[i]l conguaglio in danaro non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate” di cui all’art. 2501-ter, c. 2, c.c., cfr. ancora G. SCOGNAMIGLIO, *cit.*, *loc. ult. cit.*

alienità che – come la stessa esistenza di un vivace dibattito in argomento dimostra e come anche l’esistenza di questo scritto lascia intendere – impone di misurarsi con la carenza di una disciplina esplicita e con la conseguente necessità di delinearla sulla scorta delle indicazioni ricavabili dal sistema nel suo complesso.

A tal fine, tuttavia, sempre che non si dissenta dal ragionamento sopra articolato o quantomeno dalle parziali conclusioni cui si è pervenuti con riferimento all’opportunità di ripensare il *locus* che la co-vendita da trascinamento occupa nel contesto dell’ordinamento societario, si converrà a questo punto sul fatto che non può seriamente ipotizzarsi di enuclearne la relativa disciplina muovendo esclusivamente dalla valorizzazione dei dati positivi ricavabili dalla disciplina delle operazioni di disinvestimento forzato ovvero, a seconda dei casi, della liquidazione; e che, invece, quella disciplina merita di essere pensata concepita e declinata tenendo presente, oltre naturalmente a un quadro concettuale più complesso che svela la relatività del bisogno di tutela del socio trascinato, anche di un quadro positivo ben più ricco di quello sinora immaginato: quadro positivo che appare in grado di fornire indicazioni importanti per quanto attiene sia al tema dei presidi di equa valorizzazione, sia per quanto attiene alla conformazione dei doveri fiduciari gravanti in capo al *venture capitalist* quale socio trascicante.

Pur nell’impossibilità, almeno in questa sede, di trattare e per vero anche solo enunciare le numerose e complesse questioni che sembrano emergere alla luce della segnalata opportunità di ridefinire il quadro concettuale e positivo rilevante nell’ottica della enucleazione della disciplina cui assoggettare la co-vendita da trascinamento, sembra comunque opportuno svolgere qualche cenno utile, soprattutto in prospettiva futura, a dare atto dei risultati cui può condurre la scelta di guardare alla co-vendita da trascinamento dal punto di vista qui proposto.

A offrire spunti di riflessione è innanzitutto la disciplina del diritto di acquisto residuale a seguito di offerta pubblica di acquisto<sup>641</sup>, la cui

---

<sup>641</sup> V. art. 111, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, su cui cfr. nuovamente M. VENTORUZZO, Sub *art. 111* T.u.f., *cit.*, *passim*. Più di recente, anche per ulteriori indicazioni di bibliografia, cfr. poi M. TESEI, Sub *art. 111*, in M. FRATINI - G. GASPARRI, *Il Testo Unico della Finanza. Commentario - Tomo 2*, Torino, Utet, 2012, pp. LXXI-

rilevanza è qui funzione del fatto che esso rappresenta la declinazione legalmente tipizzata di quei *Full-Control Acquisition Devices* di cui si è detto in precedenza<sup>642</sup>.

Quella disciplina, nonostante la risolutezza con cui se ne è negata la rilevanza rispetto al dibattito in tema di co-vendita da trascinamento<sup>643</sup>, potrebbe innanzitutto essere utilmente invocata per dimostrare che, al contrario di quanto affermato dalla giurisprudenza all'atto di giustificare la necessità del *floor*, non è vero che il diritto societario domestico si preoccupi sempre e comunque “*di individuare parametri rilevanti a seconda dei contesti per attribuire un valore non arbitrario all'azione*”<sup>644</sup>.

Si potrebbe tuttavia valorizzare il dato in misura ulteriore e tentare di portare il ragionamento a conseguenze ulteriori. In particolare,

---

3288, pp. 1456 ss.; e F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, Torino, Giappichelli, 2014, pp. XI-250, spec. pp. 224 ss.

<sup>642</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub § 15.2

<sup>643</sup> Cfr. per esempio L. BOTTI, *La clausola di drag-along come forma di autolimitazione ed espropriazione indiretta del diritto di proprietà (lavoro presentato in occasione del IX Convegno annuale dell'associazione italiana dei Professori di diritto commerciale, 23-24 febbraio 2018, Roma)*, p. 25, secondo cui “... pare del tutto chiaro, che si tratta di un istituto che non può essere utilizzato come punto di riferimento e di legittimazione della clausola statutaria sopra indicata; e questo non solo per l'assoluta mancanza di una norma che espressamente disciplini la convenzione di trascinamento come invece avviene nello *squeeze out*; ma anche, e soprattutto, per la profonda diversità dell'interesse finale perseguito con la stessa che non consente alcun collegamento con la norma di legge presente nel T.U.F. riguardante, oltre tutto, la legislazione relativa ad operazioni svolte nel mercato regolamentato della Borsa valori; ma anche perché il corpo dell'articolo circonda l'esercizio del diritto con una serie di condizioni, che non possono essere per certo riconducibili alla previsione per quanto ancora confusa ed embrionale del *drag along*”.

<sup>644</sup> E dunque per concludere che, al pari di qualsiasi regola eteronoma disegnata dal legislatore, qualsiasi regola privata che fondi il potere di provocare l'altrui disinvestimento debba contemplare una “soglia minima di prezzo”, senza che invece sia possibile ancorare la misurazione delle utilità spettanti al socio “costretto” a disinvestire al prezzo formatosi all'esito di libere negoziazioni tra un socio e un terzo acquirente: cfr. Trib. Milano, 1 aprile 2008, *cit.*, secondo cui la necessità di prevedere il *floor* sarebbe da ricollegare all'esigenza di replicare i contenuti precettivi tipici della disciplina relativa “*a ... diritti potestativi del socio o della società (esclusione, riscatto, sell-out, squeeze-out) stabiliti anche in considerazione di esigenze organizzative della società stesse*” e così “*...individuare parametri rilevanti a seconda dei contesti per attribuire un valore non arbitrario all'azione*”.

riproponendo, *mutatis mutandis*, il ragionamento ad altro proposito svolto da un'autorevole dottrina<sup>645</sup>, si potrebbe per esempio ipotizzare che, giusta il rapporto di equivalenza funzionale esistente tra la co-vendita da trascinamento e l'operazione cui si perviene per effetto della combinazione di un'operazione di trasferimento del controllo e di un meccanismo di acquisizione forzata della partecipazione "residua", si potrebbe fare a meno di imporre meccanismi di equa valorizzazione con riferimento alla co-vendita da trascinamento proprio perché il legislatore non si è preoccupato di prevedere presidi volti ad assicurare una tutela analoga nel caso di un'operazione analoga<sup>646</sup>.

Certo, a quel punto non potrebbe farsi a meno di notare come l'assenza di "soglie minime" di prezzo nel caso di diritto di acquisto residuale di fonte legale potrebbe giustificarsi in ragione del "contesto" in cui l'operazione si realizza, ossia in ragione del penetrante regime di *disclosure* che governa quelle operazioni, da un lato; e dell'intervento della Consob, almeno in certi casi, nella fase di determinazione del corrispettivo dovuto ai soci le cui partecipazioni siano state oggetto di acquisto residuale<sup>647</sup>, dall'altro lato.

---

<sup>645</sup> Ci si riferisce a A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit., loc. ult. cit., ove si tenta di privare di pregio la tesi secondo cui nel contesto della co-vendita da trascinamento avrebbero ragion d'essere presidi a tutela del valore attuale della partecipazione del socio trascinato sulla scorta del parallelo tra tale operazione e la liquidazione, con riferimento alla quale – come noto – un problema di tutela del valore attuale della partecipazione del socio non si pone, essendo invece la tutela di quest'ultimo funzione di altre discipline.

<sup>646</sup> Cfr. però M. VENTORUZZO, *Recesso*, cit., p. 171, per una discussione sulle similitudini esistenti tra la disciplina del recesso e i criteri rilevanti, ai sensi della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, per la determinazione del valore delle partecipazioni in una varietà di ipotesi, tra cui – per quanto qui interessa – anche quella del diritto di acquisto residuale di cui si è appena detto nel testo (per le ragioni di cui si dice nella nota seguente).

<sup>647</sup> Allo stato attuale della legislazione, il corrispettivo de quo "è uguale a quello offerto nel corso dell'opa precedente se l'offerente 'ha acquistato a seguito dell'offerta stessa i titoli che rappresentano non meno del 90% del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta, sempre che si tratti di opa obbligatoria"; mentre "[n]egli altri casi, il corrispettivo è determinato dalla Consob, tenendo conto anche del prezzo di mercato dell'ultimo semestre e del prezzo dell'eventuale Opa lanciata su tali azioni e in base alle norme del Regolamento Emittenti". In tema cfr., anche che per i riferimenti normativi, F.M. MUCCIARELLI, cit., pp. 227 ss.

Resta però il fatto che quella disciplina fornisce indicazioni di rilievo ordinamentale che, pur se non decisive, appaiono comunque meritevole di valorizzazione, in quanto comprovano che, *de jure condito*, non è al sistema del tutto sconosciuta, diversamente da quanto si è esplicitamente affermato in passato<sup>648</sup>, la possibilità che la determinazione dei termini del disinvestimento, anche “forzato”, sia funzione del riferimento al prezzo pagato per un’altra partecipazione sociale nel contesto di un’operazione di trasferimento del controllo, senza – ed è questo il dato che preme da subito sottolineare – che si renda necessario prevedere “meccanismi” volti ad assicurare al socio *squeezed-out* il diritto di conseguire almeno il valore attuale del proprio investimento.

Il dato non è privo di implicazioni.

Si noti, infatti, che la scarsa dottrina che si è occupata del tema della replicabilità, per via negoziale, di meccanismi negoziali analoghi al diritto di acquisto contemplato dalla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, proprio muovendo dalla premessa per cui quella disciplina sanzionerebbe la generale validità dei meccanismi di concentrazione del controllo che prevedano un meccanismo di determinazione del prezzo *per relationem*, ha ritenuto di dire certamente legittimo lo sforzo teso a enucleare regole statutarie dai contenuti analoghi<sup>649</sup>; ed è allora pervenuta alla conclusione che il diritto di acquisto possa certamente trovare la propria fonte in una regola statutaria<sup>650</sup>, che sarebbe valida – per quanto è dato intendere – a prescindere dalla previsione di qualsiasi *floor*<sup>651</sup>: *floor*

---

<sup>648</sup> Nella pressoché intera produzione giurisprudenziale in materia (ma anche nella pareristica) è rinvenibile l’affermazione secondo cui l’ordinamento, a fronte di vicende di disinvestimento forzato, individua criteri “fissi” di determinazione del corrispettivo dei soci che disinvestono, con ciò escludendosi la possibilità di una determinazione del prezzo per relationem che è invece appunto la caratteristica dei *Full-control Acquisition Devices* (e, specularmente, dei *Full-control Transfer Devices*): cfr. *supra*, Capitolo I, sub § 15.

<sup>649</sup> Cfr. A. LUCIANO - M. LACCHINI, *Lo squeeze-out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 904 ss.

<sup>650</sup> *Id.*, pp. 906 ss., con ragionamento svolto con riferimento alle azioni, ma, per come articolato, certamente estensibile anche alle quote di s.r.l., che pure possono essere fatte oggetto di operazioni di riscatto: cfr., su tutti, M.L. VITALI, *cit.*, p. 40 ss.

<sup>651</sup> I “presupposti” da cui dipende la validità della clausola statutaria di *squeeze-out* (prevista *ab origine*) sono rinvenuti insussistenza di qualsiasi contrasto con la

cui infatti sarebbe invero da guardarsi – come altra dottrina già richiamata ha specificato – come ad una garanzia operante in ipotesi diverse da quelle in cui l’impresa abbia formato oggetto di un’operazione di trasferimento del controllo totalitario<sup>652</sup>.

Ora, se è possibile disegnare una clausola statutaria che fondi il diritto di acquisto della partecipazione del socio riluttante ad un prezzo da determinarsi *per relationem*, per quale motivo non dovrebbe essere possibile, data la funzionale equivalenza dell’operazione che ne scaturirebbe rispetto alla co-vendita da trascinamento, disegnare la clausola che fondi il potere di provocare quest’ultima in termini altrettanto “liberi” e dunque senza per forza prevedere meccanismi di equa valorizzazione di sorta?

Qui non può andarsi oltre la mera enunciazione di tale interrogativo certamente importante (specialmente nella prospettiva in cui questo scritto si pone<sup>653</sup>) e cui perciò ci si ripromette di prestare in futuro

---

disciplina costituzionale dell’espropriazione della proprietà per pubblica utilità; e della insussistenza di un diritto del socio alla conservazione del proprio *status*, senza che, nonostante la scelta di ricondurre la clausola *de qua* nel novero delle pattuizioni assoggettate alla disciplina delle azioni riscattabili, si sia poi annoverata, tra le condizioni di validità della previsione, una soglia minima di prezzo: cfr. nuovamente A LUCIANO - M. LACCHINI, *cit.*, pp. 907-910. Contra, però, cfr. V. SALAFIA, *cit.*, p. 1451, secondo cui un tale meccanismo sarebbe inconciliabile con la disciplina costituzionale a tutela della proprietà privata.

<sup>652</sup> Più precisamente, “... *la norma inderogabile che impone una liquidazione a un corrispettivo non inferiore alla soglia del valore di recesso*” e dunque la tutela apprestata dal *floor* “...è ravvisabile, a tutto concedere, soltanto nei casi in cui tale liquidazione avviene nel contesto della continuazione dell’impresa da parte degli altri o di altri co-investitori e non invece nei casi in cui tutti i co-investitori sono coinvolti nella liquidazione congiunta e paritaria del co-investimento comune”: così A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari, cit.*, p. 997, riferendosi – sembrerebbe di capire – alle ipotesi di recesso, esclusione, riscatto, ma non anche di *squeeze-out*, in cui però, pur se *ex post*, si perviene – per quanto detto – ad un risultato analogo. In senso analogo e prima nel tempo si era però espresso già C.F. GIAMPAOLINO, *cit.*, pp. 627-628.

<sup>653</sup> Prospettiva che è quella di tentare di emancipare la disciplina della co-vendita da trascinamento dalla necessità di apprestare i meccanismi di equa valorizzazione, rendendoli “opzionali”: ciò – si intende – nell’ottica finale di consentire al *venture capitalist* e all’imprenditore di delineare una disciplina della propria relazione di *business* senza soggiacere a comandi inefficienti. Se ne dirà all’atto di affrontare il tema della natura inderogabile del principio di equa valorizzazione e della conseguente irrinunciabilità dei meccanismi di equa valorizzazione che ne rappresentano il precipitato. Cfr. *infra, sub* § 32.3.

attenzione, proprio perché non appare logicamente corretto tentare di delineare la disciplina della co-vendita da trascinamento senza considerare anche le indicazioni ricavabili dalle disposizioni espressamente concernenti un'operazione ad essa funzionalmente equivalente, qualunque sia la conclusione cui può in tal modo pervenirsi.

Anche la disciplina della fusione, che in astratto nella versione “liquidatoria” rappresenterebbe la vera alternativa (anzi, un'alternativa superiore) alla co-vendita da trascinamento<sup>654</sup>, offre preziosi spunti di riflessione.

Ciò innanzitutto per quanto concerne l'impostazione del rapporto tra la tutela apprestata dai meccanismi di equa valorizzazione e la tutela apprestata, invece, dal controllo successivo sulle modalità di esercizio delle proprie prerogative da parte del socio trascinante.

Infatti, nonostante le limitazioni legislativamente imposte in punto di *deal currency* rendano da noi impossibile procedere a una fusione con integrale conguaglio in denaro, può comunque osservarsi che i problemi che in astratto la fusione, quale operazione, pone e le tutele che in generale sono dai vari ordinamenti apprestate al fine di risolverli sono nel complesso indipendenti dalla circostanza che il socio della società coinvolta consegua una partecipazione in un'altra società ovvero

---

<sup>654</sup> La ragione della superiorità dipende, *ceteris paribus*, dalla “forza” con cui tale operazione si impone negli ordinamenti in cui è contemplata (e da noi infatti cfr. art. 2504-*quater* c.c.).



denaro<sup>655</sup>; e la disciplina domestica non risulta in linea di massima informata a una logica diversa da quella generale appena enunciata<sup>656</sup>.

Il primo dato che quella disciplina lascia emergere è che, a fronte di operazioni di fusione l'ordinamento accoglie le istanze di tutela del socio della società coinvolta nella fusione sia proteggendolo dal rischio di operazioni distruttive di valore e dunque assicurandogli il diritto di conseguire il valore attuale della propria partecipazione<sup>657</sup>; sia, in tutti i casi, apprestando una tutela dal fondamento autenticamente fiduciario, quale quella derivante dal regime di impugnazione delle delibere assembleari<sup>658</sup>.

---

<sup>655</sup> Cfr. su tutti E. ROCK - P. DAVIES - H. KANDA - R. KRAAKMAN - W.-G. RINGE, *cit.*, pp. 183 ss., ove, in estrema sintesi, si spiega come il problema che, dal punto di vista della teoria dei rapporti di agenzia, tali operazioni pongono sia, da un lato, quello di assicurare che i soci di controllo esercitino il potere per conseguire il miglior risultato possibile e dall'altro quello di evitare che si appropriino di valore in danno dei soci di minoranza; e come, al fine di far fronte a tali problemi si diano una varietà di strumenti che – come l'esperienza statunitense in particolare dimostra – sono volti ad assicurare che si pervenga al miglior risultato possibile o, in alternativa, a consentire ai “*dissatisfied shareholders to escape the financial effects of organic changes approved by shareholder majorities by selling their shares back to the corporation*” a condizioni tali da conseguire, in linea di massima, il valore attuale della propria partecipazione.

<sup>656</sup> Su questi temi, in generale, cfr., su tutti, C. SANTAGATA, *Fusione, scissione*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, Utet, Vol. 7, T. 1, Torino, 2004, pp. XI-882, 118 ss., spec. pp. 132-135; A. VICARI, *Gli azionisti*, *cit.*, pp. 1 ss.; e P. BELTRAMI, *cit.*, pp. 236 ss.

<sup>657</sup> A tale esigenza risponde sia, con riferimento alla s.r.l. la previsione del diritto di recesso che invece la disciplina della s.p.a. non contempla più (cfr. artt. 2437 e 2473 c.c.), sia la disciplina dell'azione risarcitoria per danni da fusione (cfr. art. 2504-quater c.c.): si noti, infatti, che la circostanza che la disciplina della s.p.a. non contempli più la fusione tra le cause di recesso non può essere sopravvalutata, in quanto, in luogo di quel rimedio, a tutela del valore attuale della partecipazione il socio danneggiato dalla fusione può comunque esperire un'azione risarcitoria che consente al socio di minoranza “*to sue the surviving companies for the difference between the value of the shares they previously owned and the value of those they received in exchange*” e “*resembles the appraisal remedy in spirit if not in form*”: così, appunto con riferimento all'art. 2504-quater c.c., prevedendo che i soci possano convenire in giudizio la società risultante dalla fusione, E. ROCK - P. DAVIES - H. KANDA - R. KRAAKMAN - W.-G. RINGE, *cit.*, p. 187. In tema cfr., per ogni approfondimento, M. MAUGERI, *Il danno da concambio incongruo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 308 ss.

<sup>658</sup> Ci si riferisce – è ovvio – alla teoria dell'abuso della regola della maggioranza in sede assembleare, che ovviamente trova applicazione anche con riferimento alla delibera di fusione: cfr. E. LA MARCA, *L'abuso di potere nelle deliberazioni assembleari*, Milano, Giuffrè, 2004, pp. XIV-326, spec. pp. 151 ss., ove

Il fatto che, nel contesto di quella disciplina, presidi e rimedi non siano incompatibili è dato non irrilevante ai fini dell'esercizio regolatorio in cui la co-vendita da trascinamento impone di cimentarsi. Quella "convivenza" sembra infatti spianare la strada alla possibile coesistenza, sinora da molti negata e da altri neppure considerata, tra i meccanismi di equa valorizzazione e la tutela discendente riconduzione dell'operazione tra le maglie di un mandato gestorio.

Più precisamente, quella convivenza consente di dubitare del fatto che possa bastare l'invocazione del parallelo con la liquidazione e con essa l'enfaticizzazione dell'assenza in seno alla relativa disciplina di presidi di tutela del valore attuale della partecipazione del socio anche lì "costretto" a disinvestire al fine di legittimare l'affermazione secondo cui ad analoghe conclusioni dovrebbe allora pervenirsi anche all'atto di enucleare la disciplina della co-vendita da trascinamento<sup>659</sup>.

Il valore aggiunto del richiamo alla disciplina della fusione si lascia però apprezzare anche per un'altra ragione, che attiene alla "vera" essenza dei meccanismi di equa valorizzazione: meccanismi di equa valorizzazione che a ben vedere apprestano una tutela analoga a quella che, quanto alla fusione, l'ordinamento fa in certi casi dipendere, invece, dalla esplicita previsione di un diritto di recesso o, in generale, di un'azione risarcitoria<sup>660</sup>; ma la cui giustificazione positiva è sinora stata individuata sulla scorta di un percorso argomentativo diverso, più breve e

---

un'ampia casistica utile a cogliere gli ambiti di manifestazione del problema dell'abuso di maggioranza con specifico riferimento alle operazioni di fusione. Sul fondamento "fiduciario" della regola dell'abuso della maggioranza cfr., sinteticamente ma lucidamente, U. PATRONI GRIFFI, "Fiduciary duties" e gruppi di società, in *Giur. comm.*, 1994, I, p. 886 ss., spec. p. 891; e, per un'analisi comparata, H. FLEISCHER, *Comparative Corporate Governance in Closely-held Corporations*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, OUP, 2016, Kindle Edition, Capitolo 25, sub § 7, ove, nel contesto di un'interessante illustrazione comparata della tematica della protezione dei soci di minoranza (nello specifico, di società chiuse) a fronte dell'opportuno dei soci di maggioranza, si nota come alla nozione di *fiduciary duty* tipica delle esperienze giuridiche anglosassoni corrisponda, nelle esperienze giuridiche dell'Europa continentale, quella di abuso della maggioranza, un derivato della più generale nozione di abuso del diritto che nell'esperienza francese dell'*abus de majorité* trovano il proprio archetipo.

<sup>659</sup> Cfr. A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit., loc. ult. cit.

<sup>660</sup> Dell'equivalenza tra il diritto di recesso e il diritto al risarcimento del danno da fusione si è già brevemente detto: cfr. *supra*, in questo §, nt. 643.

immediato rispetto a quello che si sarebbe imposto di svolgere se il ragionamento avesse preso le mosse dall'accostamento della co-vendita da trascinarsi alla fusione per poi considerare gli strumenti di tutela del valore attuale della partecipazione nel contesto di tali operazioni e che, pur se forse più persuasivo, non sembra aver tenuto conto di alcuni elementi positivi che meriterebbero invece di essere considerati<sup>661</sup>.

---

<sup>661</sup> Anche a tacer d'altro, la disciplina del recesso avrebbe posto problemi non trascurabili nella prospettiva della giustificazione della attribuzione di un tale presidio in favore del socio trascinato innanzitutto per via della conformazione di base dell'istituto. Innanzitutto l'attribuzione di un diritto di recesso a fronte di una co-vendita da trascinarsi che provoca essa stessa il disinvestimento imporrebbe riflessioni importanti in merito alla possibilità di dire tale soluzione logicamente compatibile con quella esigenza di "*predisporre meccanismi di tutela diretta dell'interesse al disinvestimento*" del socio "*a seguito di modificazioni che, sebbene pienamente legittime, sono reputate astrattamente idonee a incidere sui presupposti essenziali in base ai quali è avvenuto l'investimento*" che giustifica "il corpus centrale del recesso": così, convincentemente, all'esito di un articolato percorso argomentativo C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., pp. 159 ss., spec., per il virgolettato, p. 169. Inoltre, sarebbe stato arduo giustificare l'attribuzione di un diritto di recesso a fronte di un'operazione funzionalmente equivalente alla fusione allorché la disciplina vigente non prevede tale diritto neppure per l'ipotesi di fusione (almeno con riferimento alla s.p.a., sempre che non si tratti di fusione eterogenea o implichi altra modifica statutaria): l'indisponibilità del presidio (in favore del socio di s.p.a.) avrebbe al più permesso di pervenire a una soluzione unitaria, senza distinzione tra tipi sociali (arg. ex art. 2473, c. 1, c.c.). Ad una giustificazione del presidio – volendo al riguardo ragionare a voce alta – si sarebbe forse potuti pervenire valorizzando gli spunti di riflessione offerti dalla dottrina specialistica, che, sulla scorta del riferimento alla funzione che l'istituto svolge in altri ordinamenti si è sforzata di spiegare perché, anche da noi, non potrebbe a priori escludersi la possibilità di impiegare lo strumento per più ampie finalità di tutela del socio esterno al controllo da varie forme di opportunismo del socio di controllo (cfr. *Id.*, pp. 225 ss.; ma anche pp. 192 ss. per importanti puntualizzazioni in merito ai limiti che i privati incontrerebbero all'atto di enucleare ulteriori ipotesi di recesso); ma comunque si porrebbe in ogni caso anche il problema scaturente da un dato positivo ulteriore, quale quello ricavabile dall'art. 2497-*quater*, lett. g), c.c., secondo cui "*il socio di società soggetta ad attività di direzione e coordinamento può recedere [...] all'inizio ed alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, quando non si tratta di una società con azioni quotate in mercati regolamentati e ne deriva un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento di rischio dell'investimento e [...]*", inoltre, "*non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto*". Secondo taluni tale disposizione ostenderebbe alla previsione di meccanismi di equa valorizzazione nel contesto della co-vendita da trascinarsi in quanto indicativa della preferenza dell'ordinamento per un disinvestimento a prezzo di mercato piuttosto che per un disinvestimento "a prezzo garantito": cfr. F. ARATA, *Introducibilità a maggioranza della clausola drag-along* (Tesi di dottorato), disponibile all'indirizzo <[https://air.unimi.it/retrieve/handle/2434/466626/761161/phd\\_unimi\\_R10377.pdf](https://air.unimi.it/retrieve/handle/2434/466626/761161/phd_unimi_R10377.pdf)>, spec. pp. 131 ss. L'impressione – che qui si è costretti a elevare a *input* per ulteriori ricerche sul punto – è che l'accostamento della co-vendita da trascinarsi alla fusione

Il parallelo tra co-vendita da trascinamento e fusione si lascia infine apprezzare anche perché la circostanza che – come la dottrina che si è occupata della questione ha sottolineato – la co-vendita da trascinamento valga a spostare “fuori dall’assemblea, ma non fuori dal contratto di società” il processo decisionale consente di avvicinarsi al tema dei doveri fiduciari del socio trascicante con la consapevolezza di poter contare, senza che peraltro possa giustificarsene la meccanica trasposizione<sup>662</sup>, non soltanto – come già sarebbe possibile, a date condizioni<sup>663</sup>, in ragione dell’accostamento della co-vendita da trascinamento alla liquidazione<sup>664</sup> – su quei principi e quei concetti che appunto sono nel tempo stati elaborati per risolvere i problemi – per gestire i conflitti, se si vuole – tra maggioranza e minoranza assembleare<sup>665</sup>; ma anche e soprattutto su una

---

avrebbe consentito di pervenire all’apprezzamento del potenziale bisogno di tutela del socio trascinato e perciò di dire “consigliabile” un presidio a tutela del valore attuale della propria partecipazione; ma che, *de jure condito*, non sarebbe stato possibile pervenire (agevolmente) alla scelta di dirlo “irrinunciabile”. Tale approdo, tuttavia, sarebbe stato preferibile, in quanto avrebbe conferito alla risposta regolatoria quella flessibilità che invece risulta attualmente carente: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 32.1 e *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 32.3.

<sup>662</sup> Si è infatti pienamente consapevoli della diversità dell’ “ambiente” in cui la decisione si forma e del diverso grado di libertà con cui il socio agisce nell’assemblea e più in generale fuori dalla società ovvero fuori dall’assemblea e più in generale fuori dalla società e – per quanto qui rileva – sul mercato delle partecipazioni sociali: per taluni importanti rilievi in merito all’importanza di tenere distinte i due ambienti nell’ottica della definizione della libertà di azione del socio e quindi della limitazione di essa, cfr. C. ANGELICI, *Fra mercato e società, cit.*, pp. 31 ss.

<sup>663</sup> Le “condizioni” cui si allude nel testo si risolvono, fondamentalmente, nella dimostrata plausibilità della scelta di estendere la teorizzazione e le soluzioni positive dei problemi associati al disfunzionale esercizio del diritto di voto in sede assembleare ai problemi associati all’esercizio di prerogative che non postulano l’esercizio di alcun diritto di voto anche al di fuori del contesto assembleare. La scarsa dottrina che ha affrontato la questione ha superato il problema rilevando come in effetti a governare la (fase attuativa del rapporto scaturente dalla clausola di trascinamento e, dunque, la) co-vendita da trascinamento sarebbe un mandato comunque governato dalle regole del gioco societario: cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25.2.3.2 e Capitolo III, *sub* § 31.2.

<sup>664</sup> Lo spiega bene A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari, cit.*, p. 250.

<sup>665</sup> Ci si riferisce (qui) al tema dell’abuso della maggioranza, su cui, nel contesto di una produzione letteraria assai vasta, cfr. oltre a E. LA MARCA, *cit.*, cfr. F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 181 ss.; M. CASSOTTANA, *L’ abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, Giuffrè, pp. XI-221; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*. Vol. 3, T. 2, Torino, Utet, 1993, pp. 6 ss.; ID., *L’abuso della regola di maggioranza nelle deliberazioni*

casistica ed una teorizzazione che forse potrebbero permettere di pensare i contenuti di quei doveri fiduciari in modo diverso – come si dirà brevemente in seguito<sup>666</sup>– da quanto si finirebbe verosimilmente per fare senza muovendo unicamente dal parallelo con la liquidazione<sup>667</sup>.

I rilievi che precedono sembrano nel complesso legittimare una conclusione: la delineazione di una più granulare fattispecie della co-vendita da trascinamento come quella cui si è sopra pervenuti sulla scorta del quadro concettuale precedentemente elaborato non è affatto inutile, ma consente di porre in evidenza elementi dalla non secondaria rilevanza concettuale e positiva: elementi che, se debitamente tenuti presenti e ponderati, possono fornire spunti di riflessione importanti nell’ottica del conseguimento di un pieno intendimento delle caratteristiche della co-vendita da trascinamento, dei profili di problematicità che la caratterizzano e soprattutto della delineazione della relativa disciplina positiva, sì come ricavabile dall’ordinamento societario nel suo complesso.

Pur nella consapevolezza dell’importanza di portare, in un futuro assai prossimo, i rilievi che precedono a conseguenze ulteriori, l’impossibilità di farlo in questa sede non è comunque apparsa ragione sufficiente per non accennarvi, anche se, nella più angusta ottica in cui si pone questo scritto, ben più importante risulta affrontare il tema dei

---

*assembleari delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, pp. XI-307; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell’ordinamento delle società per azioni. (Abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, Giuffrè, 1987, pp. VI-348.

<sup>666</sup> Sul punto si avrà modo di tornare brevemente in seguito, all’atto di esporre le ragioni per cui la disciplina dei doveri fiduciari del socio trascinante merita di essere in parte rivista: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 32.4.

<sup>667</sup> Ciò in quanto l’accostamento tra liquidazione e co-vendita da trascinamento potrebbe finire – e in minima parte ha già finito – per risolversi nell’attribuzione al socio trascinante di una discrezionalità talmente ampia nel decidere delle sorti dell’impresa da creare le condizioni per l’emersione di significativi vuoti di tutela in danno dell’imprenditore. All’idea che la co-vendita da trascinamento sia funzionalmente equivalente alla liquidazione potrebbe, cioè, accompagnarsi, sul piano dell’enucleazione della relativa disciplina, la conseguente affermazione di una libertà del socio trascinante di procedere alla co-vendita da trascinamento non dissimile da quella di cui gode il socio di controllo nel provocare scioglimento e liquidazione dell’impresa.

meccanismi di equa valorizzazione, della cui problematicità si è detto e su cui si impone ora di soffermarsi.

### 32.3. L'equa valorizzazione

La tutela del valore attuale della partecipazione, nel contesto della co-vendita da trascinamento, può – per quanto detto – dipendere dalla previsione di un *floor* o di un recesso, entrambi in certa misura problematici – si è rilevato – in quanto consentono all'imprenditore di ottenere la medesima tutela a prescindere da qualsiasi distinzione tra *trade sales* distruttive di valore maligne e *trade sales* distruttive di valore benigne.

Da qui l'opportunità di verificare, nel prosieguo: (i) con riferimento al *floor*, che discende dall'accostamento della co-vendita da trascinamento ad altre operazioni di disinvestimento forzato e dalla riconduzione della co-vendita da trascinamento nel perimetro di applicazione del principio di equa valorizzazione della partecipazione, se l'ordinamento davvero ne comandi l'irrinunciabilità e, nel caso in cui tale indagine non dia certo esito negativo, se non sia quantomeno possibile individuare soluzioni pratiche utili ad aggirare il problema; e, (ii) con riferimento al recesso, che per il notariato rappresenta un'alternativa al *floor* giustificabile in ragione dell'assimilazione della clausola di trascinamento alla clausola di prelazione impropria e quindi alla clausola di mero gradimento, se il ragionamento svolto dagli interpreti a sostegno di tale ricostruzione possa dirsi condivisibile.

### 32.3.1. Principio di equa valorizzazione e *floor*

Al *floor* attualmente si tende a guardare – vi si è accennato – come al precipitato applicativo del principio di equa valorizzazione<sup>668</sup>, la cui imperatività giustificherebbe l'irrinunciabilità<sup>669</sup> di quel presidio.

Il principio di equa valorizzazione a sua volta scaturirebbe – si è detto anche questo – da una complessiva valutazione delle indicazioni dal rilievo autenticamente sistematico ricavabili da una molteplicità di disposizioni che richiamano tutte i criteri rilevanti ai fini della liquidazione della partecipazione del socio recedente.

Al riguardo si è in dottrina più precisamente osservato, muovendo dalla considerazione di una varietà di discipline positive (quali quelle concernenti le “*altre*” operazioni sulle azioni proprie<sup>670</sup>, certe ipotesi di fusione e scissione<sup>671</sup> e, infine, le operazioni di riscatto della partecipazione e di esclusione del socio<sup>672</sup>), come “*l'ordinamento ... cont[enga] molteplici riferimenti alla circostanza che le [partecipazioni sociali] oggetto di trasferimento, in occasione di particolari eventi oppure dell'esecuzione di operazioni, debbano essere oggetto di una valorizzazione equa e tale da risultare aderente ai valori correnti della*

---

<sup>668</sup> In dottrina si tende a rinvenire nel *floor* una conseguenza dell'accostamento tra co-vendita da trascinamento e operazioni di riscatto della partecipazione: cfr., su tutti, A. STABILINI - M. TRAPANI, *cit.*, *passim*. Tali prese di posizione riflettono quelle assunte dalla giurisprudenza, che però, a ben vedere, ha guardato alla tematica in una prospettiva parzialmente diversa, perché, pur valorizzando quell'accostamento, ha poi finito per affermare che le esigenze di protezione del socio che a qualsiasi titolo disinveste troverebbero accoglimento nel principio di equa valorizzazione della partecipazione che trova nella disciplina (anche, ma non soltanto) delle operazioni di riscatto della partecipazione il proprio fondamento: la sintetica considerazione, in prospettiva analitica, delle evoluzioni giurisprudenziali in argomento (cui si è proceduto in precedenza: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 31.1.) lascia ciò già intendere, ma è apparso opportuno precisarne. In senso analogo si era peraltro già orientato, sin dall'inizio, il notariato (milanese) che – come si è visto (cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25.2.1) – aveva da subito invocato (non già il parallelo con il riscatto, quanto il principio enucleabile su una varietà di discipline positive).

<sup>669</sup> Più precisamente, la formale irrinunciabilità, ma – come si vedrà – non anche la sostanziale aggirabilità: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 32.3.2.

<sup>670</sup> Art. 2358, c. 4, c.c.

<sup>671</sup> Artt. 2505-*bis* e 2506-*bis* c.c.

<sup>672</sup> Artt. 2437-*sexies* e 2473-*bis* c.c.

*società*”<sup>673</sup>; e come proprio la diffusività di tali richiami – transtipici e trasversali rispetto alle categorie del disinvestimento volontario e forzato<sup>674</sup> – giustifichi l’enucleazione del principio in questione.

---

<sup>673</sup> Così, salvo l’aggiunta del riferimento alla disciplina dell’esclusione del socio, M.L. VITALI, *cit.*, p. 221. Ancor più chiaramente presenta fondamento, logica applicativa e portata operativa del principio *de quo* G. DI CECCO, *cit.*, pp. 253-255, ove si sottolinea, in sintesi, come “*la soluzione (più garantista) che riconosce al socio che recede almeno il valore reale del proprio investimento in tutti i casi di recesso (e non soltanto in quelli inderogabili) finisce per desumere, da una lettura sistematica delle diverse regole che governano l’abbandono individuale dell’iniziativa collettiva, l’esistenza di un imperativo principio generale volto a negare all’autonomia privata la possibilità di individuare soluzioni ad hoc per ipotesi di recesso particolari ed ulteriori rispetto a quelle legali*”; “... diffusa [sia] l’idea che il criterio legale di valutazione ... assurga a vero e proprio parametro di riferimento per la valorizzazione delle azioni in tutte le ipotesi di uscita del socio dall’iniziativa societaria”; e come dunque occorra “*riferirsi a tale parametro non soltanto nei casi testualmente previsti del riscatto azionario e dell’obbligo di acquistare le azioni dal socio cui è negato il mero gradimento al trasferimento delle proprie azioni ..., ma anche in quello dell’atipica previsione statutaria di clausole c.d. ‘di covendita’*”.

<sup>674</sup> Al gruppo delle vicende di disinvestimento volontario appartengono il recesso (artt. 2437, 2473 c.c.) e, per così dire, il “quasi-recesso” (artt. 2505-bis e 2506-bis, c.c.), la cui “assimilabilità” al recesso vero e proprio non appare controvertibile indipendentemente dall’inquadramento giuridico offertone (cfr., per una prima introduzione a tali tematiche, M.M. GAETA, Sub art. 2505-bis e R. TORINO, Sub art. 2506-bis, entrambi in G. FAUCEGLIA - G. SCHIANO DI PEPE, *Codice commentato delle s.p.a.* - Tomo II, Torino, UTET, 2007, pp. XXXII-1863, spec. pp. 1798 ss. e 1881 ss.). Al gruppo delle vicende di disinvestimento forzato appartengono, invece, le operazioni di riscatto della partecipazione e le operazioni di esclusione del socio, ma anche, pur se per ragioni meno appariscenti, le “altre” operazioni sulle azioni proprie, quali “tecniche di riorganizzazione dell’investimento” (così L. FURGIUELE, *Operazioni sulle azioni proprie e riorganizzazione dell’investimento*, in G. FERRI - M. STELLA RICHTER jr. (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, Giuffrè, 2010, pp. XIII-328, pp. 137-163, spec. p. 150) in forza delle quali è possibile provocare, pur se indirettamente e *pro rata*, il disinvestimento dei soci e che, proprio in quanto tali, la legge fa oggetto di specifica disciplina al fine di assicurarsi contesto di una disciplina nel complesso ispirata a esigenze ulteriori, che il gruppo di controllo non possa fare concessioni a soggetti “collegati” prevedendo presidi utili a far sì che vi sia corrispondenza tra le utilità “*in-flowing*” (sotto forma di prezzo della partecipazione ceduta) e la ricchezza “*out-flowing*” (il valore della partecipazione “propria”): in tema cfr., per alcuni spunti in proposito, E WYMEERSCH, *The Directive Amending the Second Company Law Directive*, in P. BALZARINI - G. CARCANO - M. VENTORUZZO, *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi. Venezia, 10-11 novembre 2006, Vol. 1*, Milano, Giuffrè, 2007, pp. XLVIII-1176, spec. p. 35, ove, con riferimento al prezzo cui le azioni proprie possono essere fatte oggetto di “altre operazioni”, la notazione secondo cui “*this requirement [cioè il requisito della fissazione del prezzo in base ai criteri per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente] is imposed to ensure that the other shareholders will not be harmed*”. Sulla possibile rilevanza ordinante delle categorie del



Tale principio sarebbe allora destinato ad assurgere a cardine dello statuto del disinvestimento in generale<sup>675</sup> e sarebbe difendibile, oltre che perché idoneo a catturare le indicazioni del sistema, anche perché preordinato al perseguimento di finalità “*garantistic[he]*”, nel senso che, pur non essendo incompatibile con la scelta dei privati di apprestare una disciplina negoziale contemplante altri criteri, sarebbe “solo” volto ad apprestare una sorta di “*stop-loss mechanism*” atto ad “*evitare che un criterio diverso finisca per privare il socio dell’insopprimibile diritto ... di partecipare agli incrementi ... patrimoniali medio tempore intersorsi*”<sup>676</sup>.

---

disinvestimento volontario e forzato e, più in generale, questi temi cfr., *ex multis*, A. BENUSSI, *cit.*, *passim*; nonché, per spunti meno immediatamente rilevanti ma comunque importanti ai fini che qui rilevano, sia A. DENTAMARO, *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, pp. 441 ss.; sia D. REGOLI, *Tutela delle minoranze e circolazione del controllo*, in F. BARACHINI, *cit.*, pp. 176 ss.

<sup>675</sup> Senza alcuno spirito polemico e per mera precisione, si impone di precisare che, pur difendendone la natura inderogabile, gli interpreti non hanno sinora mai fornito alcuna convincente dimostrazione della configurabilità del principio di equa valorizzazione. Al contrario, ci si è limitati soltanto a sottolineare che esso esisterebbe e sarebbe imperativo per via della numerosità dei richiami alla disciplina del recesso nella parte in cui essa reca i criteri per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente. È scontato però che, sarebbe da dimostrarsi non già che è derogabile, ma che è inderogabile: qualsiasi disposizione è infatti presuntivamente derogabile (cfr., proprio con riferimento al diritto societario domestico, C. IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto societario*, Padova, Cedam, 2004, pp. VII-483, pp. 143 ss., spec. p. 154, secondo cui una direttiva interpretativa fondamentale del diritto societario vigente è quella della “*presunzione di derogabilità*”); e poi, se del caso, sforzarsi di ritagliare, se possibile, spazi di derogabilità. In tema, sul rapporto tra derogabilità e inderogabilità e sulla presunzione di derogabilità che assiste qualsiasi disposizione positiva, cfr. J.C. COFFEE Jr., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role* (1989), in *89 Columbia Law Review*, pp. 1618 ss. Nondimeno, le modalità con cui si è pervenuti alla enucleazione del principio di equa valorizzazione (che rammentano della persistente tendenza degli interpreti a delimitare gli spazi dell’autonomia statutaria postulando “un pullulare di norme inderogabili a tutela dei più evanescenti e fantasiosi interessi”: C. D’ALESSANDRO, *Il diritto pretorio delle società a mezzo secondo dal codice civile*, in M. BESSONE (a cura di), *Diritto giurisprudenziale*, Torino, 1996, pp. VIII-432, pp. 219 ss., spec. p. 237) fanno sì che all’interprete oggi si imponga di misurarsi con una sorta di inversione dell’onere della prova affatto agevole da fornire.

<sup>676</sup> G. DI CECCO, *cit.*, p. 254.

La giurisprudenza più recente<sup>677</sup> e, meno esplicitamente, un'autorevole dottrina<sup>678</sup> hanno revocato in dubbio la configurabilità di tale principio.

Da qui, anche alla luce delle indicazioni ricavabili dal quadro concettuale precedentemente delineato<sup>679</sup>, l'opportunità di verificare la fondatezza di quei dubbi: di verificare, cioè, se in effetti nell'ordinamento possa dirsi immanente quel principio di equa valorizzazione da cui il *floor* deriva la propria caratteristica di irrinunciabilità<sup>680</sup>, nella prospettiva – centrale nel contesto di questo

---

<sup>677</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25.2.3.3.

<sup>678</sup> Cfr. A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit. p. 237, nt. 33, ove, pur se implicitamente, si gettano dubbi sulla stessa configurabilità del principio di equa valorizzazione.

<sup>679</sup> Il quadro concettuale precedentemente delineato ha lasciato emergere situazioni in cui, nella prospettiva di una contrattazione autenticamente efficiente, *venture capitalist* ed imprenditore farebbero a meno dei meccanismi di equa valorizzazione, appare opportuno interrogarsi sulla possibilità di immaginare una clausola di trascinamento priva di un *floor*.

<sup>680</sup> Al riguardo si impone una precisazione, specialmente alla luce delle prese di posizioni di una parte degli interpreti che insistono sulla necessità di un formale richiamo al *floor*: anche ove si ammetta che il principio di equa valorizzazione esista, dovrebbe certamente ritenersi comunque possibile predisporre una clausola di trascinamento che non contempli alcun *floor*. Ciò in quanto quel principio dovrebbe allora trovare applicazione anche in difetto di un esplicito richiamo formale da parte dei privati: in tal senso, riprendendo il pensiero di M. NOTARI, *Parere*, cit.), A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit. p. 239. Tuttavia, se fosse possibile negare la configurabilità del principio di equa valorizzazione, verrebbe definitivamente meno non soltanto la necessità del *floor* ma anche la possibilità di invocare, pur in difetto di esso, una tutela del valore attuale della propria partecipazione da parte dell'imprenditore, rimettendone la tutela all'operatività di tutele *ex post*. Si impone anche di precisare che la circostanza che – come si vedrà a breve – si diano elementi in considerazione dei quali non appare peregrino giungere sul punto a conclusioni negative consente di considerare assorbita un'altra indagine, che postula l'acclarata configurabilità di quel principio: e cioè l'indagine circa il perimetro di applicazione del principio di equa valorizzazione. Rilevante, da questo punto di vista, potrebbe essere il fatto che le discipline che valgono a fondarlo concernono tutte vicende di disinvestimento *unilaterale*, laddove invece la co-vendita da trascinamento concreta invece una vicenda di disinvestimento necessariamente plurilaterale o, più precisamente, collettivo: in tal senso sembra essersi orientata la dottrina più recente, che (pur se nella più limitata prospettiva di negare l'assoggettamento della clausola di trascinamento alla disciplina delle operazioni di riscatto della partecipazione) ha notato appunto come “... *la norma inderogabile che impone una liquidazione a un corrispettivo non inferiore alla soglia del valore di recesso è ravvisabile, a tutto concedere, soltanto nei casi in cui tale liquidazione avviene nel contesto della continuazione dell'investimento da parte degli altri o di altri co-investitori, non invece nei casi in cui tutti i co-investitori sono*

scritto – di emancipare la disciplina della co-vendita da trascinamento dalla logica della tutela del valore attuale della partecipazione che esso appresta e così, in definitiva, prevenire i potenziali effetti redistributivi ad esso associati<sup>681</sup>.

Come si viene dicendo, sembrerebbero sussistere vari elementi che, pur non legittimando conclusioni definitive sul punto, sembrano giustificare i dubbi già avanzati da una parte degli interpreti.

#### 32.3.1.1. I “rinvii” tra genericità e specificità

Il primo dato che si impone di porre in rilievo ha natura testuale ed è rilevabile solo muovendo da una lettura del disposto normativo che non si arresti – come si è sinora teso a fare – al mero dato della *esistenza* di un rinvio alla disciplina dei criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio recedente da parte delle discipline concernenti altre vicende di disinvestimento, ma ne consideri i *contenuti*.

Tra le discipline richiamate per giustificare l’enucleazione del principio di equa valorizzazione soltanto una richiama esplicitamente e specificamente i criteri legali di determinazione del valore della

---

*coinvolti nella liquidazione congiunta e paritaria del co-investimento comune*” (così, A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit. p. 237, nt. 33). Implicitamente nega il rilievo di tale ragionamento il notariato, che, pur avendo recentemente accostato la co-vendita da trascinamento e parlatone come di una vicenda di disinvestimento “congiunto”, assimilandola da tale punto di vista alla liquidazione, ha poi comunque ribadito la rilevanza del *floor*: cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25.2.1 (in fine). Per quanto già osservato in merito al parallelo tra co-vendita da trascinamento e fusione, non sembra possibile, almeno di primo acchito, assegnare al percorso argomentativo testé sintetizzato rilievo decisivo: lo si deduce da quanto già rilevato in precedenza (cfr. *supra*, in questo capitolo, *sub* § 32.2.3) in merito alla convivenza, *de jure condito* parziale ma comunque indicativa, di presidi *ex ante* e tutele *ex post* nel contesto, appunto, della disciplina della fusione.

<sup>681</sup> Nella misura – si intende - in cui la tutela del valore attuale della partecipazione del socio trascinato dipende dal *floor*, ferma restando, d’altro canto, l’esigenza di superare anche l’altra qualificazione, ossia quella della clausola di trascinamento come limite speciale alla circolazione della partecipazione, in forza della quale si perviene, sul piano pratico, al medesimo risultato cui si perverrebbe predicando l’irrinunciabilità del *floor*: al riguardo cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* 32.3.3.

partecipazione del socio recedente: ci si riferisce, in particolare, alla disciplina delle “altre” operazioni sulle azioni proprie, che prevede che ai fini della definizione del prezzo delle “azioni in pancia” si pervenga in applicazione dei criteri legali di liquidazione della partecipazione del socio recedente.

A differenza di tale disciplina, le altre discipline richiamate – *recte*: tutte le altre discipline richiamate – per legittimare l’enucleazione del principio di equa valorizzazione rinviano, invece, ai criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente senza ulteriori specificazione<sup>682</sup>.

Alla *specificità* dei contenuti del rinvio operato da una disciplina si contrappone, cioè, la *genericità* di quello contenuto nelle altre discipline (talune delle quali peraltro subordinano l’applicazione della disciplina del recesso ad un giudizio di compatibilità), laddove ciò non può con certezza dirsi meramente casuale: oggetto di rinvio non sono i criteri *legali* di liquidazione della partecipazione del socio recedente, ma i criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente *in generale*: il che non può essere senza implicazioni dal punto di vista esegetico, specialmente ai fini che qui rilevano.

In primo luogo, la constatata genericità del rinvio dovrebbe suggerire di essere molto cauti sia, in primo luogo, nell’ipotizzare che la pluralità di richiami alla disciplina dei criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente in generale si risolva, di per sé, in un rinvio ai taluni di quei criteri e non, invece, a qualsiasi criterio che

---

<sup>682</sup> La disciplina delle altre operazioni sulle azioni proprie prevede che, nel caso in cui sia stata prestata garanzia o addirittura elargito un prestito in favore dell’acquirente delle azioni “in pancia”, il prezzo di tali azioni sia “[i]l prezzo di acquisto delle azioni è determinato secondo i criteri di cui all’articolo 2437-ter c.c., secondo comma”. In tutti gli altri casi invece è fatto rinvio ai criteri rilevanti ai fini della determinazione del valore della partecipazione *in generale*. In particolare, si prevede: (i) che al socio che dissenta da certe ipotesi di fusione e scissione sia versato “un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso” (art. 2505-bis e 2506-bis, c.c.); (ii) che nel caso in cui si faccia luogo a un’operazione di riscatto della partecipazione trovi applicazione, “[l]a disposizione de[l]l’ articolo[ ] 2437-ter ..., in quanto compatibil[e]”; e infine (iii) che, nel caso in cui si faccia luogo all’esclusione del socio, “si applic[h]ino ... le disposizioni del precedente articolo” ossia l’art. 2473 c.c. concernente il recesso (art. 2473-bis c.c.).

l'interpretazione della disposizione oggetto di rinvio consenta di dire ammissibile<sup>683</sup>.

Ciò soprattutto perché, sul piano meramente letterale, tale seconda opzione appare sicuramente preferibile, in quanto la circostanza che il legislatore abbia “taciuto” in certi luoghi e non in altri non può non essere indicativa di una certa scelta regolatoria.

In secondo luogo, e di conseguenza, quel dato suggerisce anche di assumere un atteggiamento ispirato alla massima cautela all'atto di rinvenire nei vari rinvii alla disciplina dei criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente il presupposto positivo per l'enucleazione di un principio generale in forza del quale dare rilievo generalizzato a un criterio cui a ben vedere il legislatore *non ha* evidentemente inteso fare esplicito ed esclusivo rinvio.

A rigore, infatti, dalla sintetica considerazione di quei dati positivi potrebbe al più farsene discendere che l'ordinamento societario si preoccupa – ma si scadrebbe nel banale – di imporre l'individuazione di criteri per la determinazione del valore della partecipazione del socio che a qualsiasi titolo disinveste, senza però specificare quali tali criteri debbano essere.

---

<sup>683</sup> Spunti di riflessione in tal senso offre in particolare la lettura di M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, pp. 51 ss., spec. pp. 51-52, ove si rileva come, nel rinviare all'art. 2437-ter c.c., l'art. 2437-sexies c.c. non ha selezionato alcun criterio specifico, ma solo imposto che, nel determinare il valore della partecipazione oggetto dell'operazione di riscatto, gli amministratori “*si devono uniformare ai criteri ... previsti [dagli] art. 2437-ter, commi 2°, 3° e 4°, c.c.*”. Si noti che, nonostante l'apparente preferibilità della tesi opposta, a conclusioni analoghe deve pervenirsi, giusta la genericità della disposizione “rinviante”, anche – anzi *a fortiori* – proprio con riferimento alla disciplina dell'esclusione del socio: nel richiamare l'art. 2473 c.c., quella disciplina infatti recepisce “mobilmente” i contenuti precettivi di quella disposizione, sì come plasmata all'esito del procedimento interpretativo.

### 32.3.1.2. Criteri legali e disinvestimento volontario e forzato

Un secondo, più importantedato che si impone di evidenziare è ricavabile dalla considerazione del modo in cui le discipline rilevanti nell'ottica dell'enucleazione del principio di equa valorizzazione bilanciano autonomia ed eteronomia con precipuo riferimento alla determinazione dei criteri rilevanti per la determinazione del valore della partecipazione del socio che disinveste.

Come si viene spiegando, gli spazi entro cui le discipline concernenti le varie vicende di disinvestimento, volontario e forzato, consentono ai privati di definire nuove ipotesi di disinvestimento, anche forzato, senza che la circostanza che si tratti, appunto, di vicende di disinvestimento sol perciò attragga l'applicazione dei criteri legali di determinazione del valore della partecipazione del socio recedente sono alquanto ampi; e ciò non può essere irrilevante nel contesto di una riflessione sulla plausibilità della scelta di enucleare un principio di equa valorizzazione che, pur trovando in quelle discipline fondamento, potrebbe finire per comprimere quegli spazi più di quanto in effetti facciano le discipline che valgono a giustificare l'esistenza e che non possono non rilevare nell'ottica della definizione dei relativi contenuti precettivi.

A tal fine si procederà analizzando, in successione, la disciplina del recesso (da s.p.a. e da s.r.l.), quella delle operazioni di riscatto della partecipazione e quella concernente l'esclusione del socio.

Quanto al recesso, a dispetto della numerosità delle incertezze esegetico-applicative generate dalle disposizioni vigenti in materia di recesso del socio<sup>684</sup>, una delle conclusioni cui gli interpreti sono nel complesso pervenuti è che il ruolo che l'autonomia privata gioca nel plasmare il modo di essere di tale presidio certamente varia in funzione

---

<sup>684</sup> In tema cfr. le indicazioni di bibliografia fornite *supra*, in questo Capitolo, sub § 31.1.

della natura – legale inderogabile, legale derogabile o meramente convenzionale – della causa di recesso<sup>685</sup>.

Così, con riferimento alle cause di recesso inderogabili, si è da più parti argomentato che non vi sarebbe spazio per alcuna possibilità di deroga<sup>686</sup>, se non, limitatamente alla s.p.a., nei limiti esplicitamente previsti dalla disciplina vigente<sup>687</sup>.

Ciò in ragione della disposizione secondo cui “[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”<sup>688</sup>, anche se la migliore dottrina specialistica ha fornito vari argomenti a supporto della tesi opposta, secondo cui, almeno con riferimento alla s.p.a., i criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente sarebbero, nei limiti della ragionevolezza, sempre derogabili, anche con riferimento alle cause di recesso legali (inderogabili e *a fortiori* derogabili)<sup>689</sup>.

---

<sup>685</sup> Sul punto, per una prima indagine utile a comprendere i termini del problema e offrire talune in larga parte condivisibili soluzioni, cfr. M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, pp. 389 ss.

<sup>686</sup> Con riferimento alla s.r.l., invece, la dottrina ha ritenuto che l’assenza di una qualsiasi disposizione che, come invece accade per la disciplina della s.p.a., “apra la strada” ad una possibile deroga, suggerisce di escludere la derogabilità della disciplina *de qua*: cfr. M. VENTORUZZO, *Recesso*, *cit.*, pp. 241 ss. ove, però, l’A. sembrerebbe non escludere del tutto la previsione di criteri diversi purché in grado di dare rilievo a quelli legalmente previsti. Così, con riferimento alla s.r.l.; e N. CIOCCA, *Il recesso del socio dalla società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 165 ss., spec. p. 213 ss.

<sup>687</sup> Cfr. per esempio R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la Riforma*, in *Società (Le)*, 2003, pp. 932 ss., spec. p. 930.

<sup>688</sup> Cfr. art. 2437, c. 6, c.c.

<sup>689</sup> Ci si riferisce alle posizioni assunte (con riferimento all’art. 2437-ter c.c., ma sulla scorta di argomenti spendibili anche con riguardo all’art. 2473 c.c., specialmente valorizzando gli spunti di riflessione offerti da C. FRIGENI, *Partecipazione*, *cit.*, pp. 205 ss., ove si sottolinea come, per certi aspetti, la disciplina del recesso della s.p.a. e della s.r.l. si trovino in rapporto di osmosi) da M. VENTORUZZO, *Recesso*, *cit.*, pp. 119 ss., ove un’articolata disamina del tema della derogabilità dei criteri di liquidazione delle azioni del socio recedente e, al riguardo, il riconoscimento degli ampi spazi di cui godono i privati, sempre nei limiti della ragionevolezza e, dunque, della capacità del criterio prescelto di garantire la possibilità di pervenire alla individuazione del *fair value*.

La ragione fondamentale per cui questa seconda e più liberale lettura si lascia preferire è da rinvenire (oltre che nelle indicazioni ricavabili dalla lettera della legge, dalla complessiva conformazione dell'istituto e dal sistema<sup>690</sup>, soprattutto) nella valorizzazione della funzione stessa dell'istituto: poiché – punto pacifico – *“l’obiettivo della disciplina ... consist[e] nella determinazione di un valore realistico”* e poiché è difficile stabilire *ex ante* quali siano i criteri migliori per pervenire a tale risultato, il legislatore si è orientato non già nel senso di *“porre in via imperativa limiti e paletti ... a scelte che non possono essere valutate in modo assoluto e oggettivo”*, ma nel senso di rimettere ai soci ogni scelta sul punto<sup>691</sup>, sempre nei limiti – si intende – della ragionevolezza<sup>692</sup>.

Indipendentemente dalle conclusioni cui si può ritenere preferibile pervenire circa la configurazione del rapporto tra autonomia e eteronomia con riferimento alle ipotesi di recesso legale, di gran lunga minore è la disparità di vedute esistente in dottrina per quanto attiene allo stesso tema con riferimento alle cause di recesso convenzionali.

Nel sistema dell'interpretazione tende infatti a prevalere, senza distinzioni tra s.p.a. e s.r.l., la tesi secondo cui in questi casi *“il problema della derogabilità del criterio legale non ha [proprio] motivo di porsi”*<sup>693</sup>: in tale ambito, cioè, *“regn[erebbe] sovrana l’autonomia*

---

<sup>690</sup> Al riguardo, si rinvia a M. VENTORUZZO, *Recesso, cit.*, pp. 127 ss. e 129 ss.

<sup>691</sup> Per i virgolettati, cfr. M. VENTORUZZO, *Recesso, cit.*, rispettivamente, pp. 129 e 131, ma v. anche p. 134 per importanti precisazioni.

<sup>692</sup> Di *“ragionevolezza”* parla, all'atto di definire gli spazi entro cui l'autonomia privata può derogare ai criteri rilevanti per la liquidazione della partecipazione del socio di s.p.a., M. VENTORUZZO, *Recesso, cit.*, p. 129, ove il rilievo secondo cui sarebbe ammissibile, appunto entro i *“limiti di ragionevolezza”* segnati dall'esigenza di *“contemper[are] al meglio l'esigenza di disinvestimento a condizioni equa con quelle di tutela degli altri soci, dell'organizzazione d'impresa e dei diversi stakeholders. ...”*, qualsiasi modifica dei criteri legali (anche *in pejus*). A conclusioni opposte giunge, però, con riferimento *“quanto meno alle ipotesi centrali del corpus del recesso”*, cfr. C. FRIGENI, *Partecipazione, cit.*, p. 200.

<sup>693</sup> In dottrina, nel contesto di un panorama di opinioni molto vario, giunge a conclusioni analoghe, con riferimento al recesso nelle società di capitali in generale, V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 291 ss., spec. p. 316.



[privata]”<sup>694</sup>, di talché dovrebbe essere più affidabilmente potersi concludere che il sistema ammetta, sempre che la distinzione abbia un senso<sup>695</sup>, la possibilità di derogare ai criteri legali sia *in melius* che *in pejus*<sup>696</sup>, quantomeno nei limiti della “*non arbitrarità*”<sup>697</sup>.

La disciplina del recesso risulta dunque informata, nel complesso, a una logica in virtù della quale, per un verso, non può dirsi affatto scontato che l'autonomia privata soffra di un limite insuperabile nelle ipotesi di recesso legale; e, dall'altro lato, appare comunque possibile delimitare una “zona protetta”, che è quella positivamente segnata dalle cause di recesso convenzionale, entro cui i privati godono di maggiore libertà di azione.

---

<sup>694</sup> CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima (senza data) n. 74 rubricata “*Cause convenzionali di recesso (artt. 2437 e 2473 c.c.)*”, ove, in (fine di) motivazione, il rilievo secondo cui, “*se è vero che il sistema si preoccupa in determinate ipotesi di assicurare la possibilità di uscita del socio a prezzo equo, tutte le volte che sia lo statuto a consentire l'abbandono della società in ipotesi che altrimenti non lo permetterebbero non vi è luogo a discussioni sull'equità del prezzo di uscita. Proprio in quanto lo statuto potrebbe non dare alcuna ulteriore possibilità di recesso, esso potrebbe invece accordare una simile possibilità ancorché a condizioni ben diverse da quelle che si devono osservare nei casi previsti dalla legge: su ciò regna sovrana l'autonomia statutaria, poiché l'effetto di un prezzo di uscita non equo comporta semplicemente l'improbabilità dell'esercizio di un diritto (di recesso) che per legge nel frangente non sussiste*”.

<sup>695</sup> Cfr. M. VENTORUZZO, *Recesso*, cit., pp. 127 ss.

<sup>696</sup> Con riferimento alla s.p.a., cfr., su tutti, M. VENTORUZZO, *Recesso*, cit., pp. 119 ss. Con riferimento alla s.r.l., cfr. invece ancora M. VENTORUZZO, *Recesso*, cit., pp. 243 ss.; L. ENRIQUES - S. SCIOLLA - A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, I, pp. 745 ss., p. 766, ove l'affermazione secondo cui “[n]on sembrano ... esservi ostacoli a prevedere criteri di liquidazione della quota penalizzanti ... o comunque diversi ... nei casi di recesso introdotti pattiziamente dei soci”; P. REVIGLIONE, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2008, pp. X-400, spec. pp. 393-394, ove il rilievo per cui “*non pare preclusa all'autonomia statutaria la possibilità di prevedere dei criteri di valutazione che si discostino dai principi desumibili dall'art. 2473, terzo comma, in relazione alle cause di recesso stabilite dall'atto costitutivo*”.

<sup>697</sup> Di “*non arbitrarità*” parla, con riferimento alle ipotesi di recesso (convenzionale, senza distinzione tra tipi sociali), C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., p. 201, ove si rileva, in particolare, come sia da escludersi la possibilità di dire “*legittima l'adozione di criteri di calcolo della quota di liquidazione che si pongono in contrasto con [la ratio dell'istituto, quale strumento volto a consentire al socio, in dati frangenti, di conseguire utilità quanto più possibile prossime al valore reale della propria partecipazione]*”.

A ben vedere, però, di una tale libertà i privati sembrano invero godere all'atto di definire la disciplina delle operazioni di disinvestimento attivo *in generale*.

Meramente esemplificativo ma significativo è, da questo punto di vista, l'approdo cui gli interpreti, proprio accostandone struttura e logica al recesso (per giusta causa), sono pervenuti con riferimento alle cc.dd. azioni redimibili e, in particolare, con riferimento ai criteri di definizione del relativo prezzo. Infatti, confermando la bontà delle conclusioni cui era tempo addietro pervenuto un'autorevole dottrina<sup>698</sup>, si è di recente concluso che sia possibile non soltanto "... creare azioni che incorporano il diritto ad ottenere il loro acquisto ad opera di altri soci...", ma anche prevedere che alla concreta determinazione del prezzo di vendita si pervenga in applicazione di "... criteri ... più penalizzanti e termini di pagamento meno favorevoli rispetto a quelli indicati per la liquidazione della quota del socio reced[ente]"<sup>699</sup>.

Rilevato come l'inderogabilità dei criteri di determinazione della partecipazione del socio recedente sia qualificazione circoscritta (al più) alle ipotesi di recesso inderogabile e come, quindi, per le ipotesi di recesso convenzionale e, più in generale, con riguardo alle ipotesi di disinvestimento attivo i privati godano di un'ampia autonomia nel definire i criteri di valutazione del socio che disinveste, si impone ora di verificare se le discipline che richiamano la disciplina del recesso (anche) nella detta parte in cui reca i criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente la richiamino – come i patrocinatori del principio di equa valorizzazione postulano – nella sua imperatività; o se invece siano difendibili interpretazioni che consentano di immaginare, anche con riferimento a tali vicende di disinvestimento, una libertà analoga a quella

---

<sup>698</sup> Cfr. Cfr. L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, pp. 195 ss., spec. p. 198 ss.; ma v. già ID., *La clausola di riscatto*, Milano, Giuffrè, 1995, pp. VI-333, spec. pp. 275-280.

<sup>699</sup> Seguendo il solco tracciato qualche tempo fa CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, *Massima del 1 luglio 2016, n. 5 rubricata "Azioni Redimibili"*, in *Riv. not.*, 2016, III, pp. 766 ss., tanto si è stabilito in CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PRATO E PISTOIA, *Orientamento in tema di "Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino"*, in *Riv. not.*, 2018, III, pp. 671 ss., sulla scorta dell'argomento secondo cui "vi sono evidenti affinità con il diritto di recesso convenzionale *ad nutum*".

dall'ordinamento concessa ai privati con riferimento alle vicende di disinvestimento attivo.

Al riguardo, si impone subito di procedere, *in limine*, ad un'importante precisazione. Nell'affrontare le questioni concernenti la disciplina delle vicende di disinvestimento forzato, gli interpreti tendono a muovere dall'assunto che alla non volontarietà del disinvestimento si accompagni (se non l'elevazione del disinvestimento a vera e propria pena privata<sup>700</sup>, quantomeno) il rischio che all'esito finale possa pervenirsi a termini penalizzanti; da ciò fanno allora discendere la conclusione per cui nelle operazioni di disinvestimento forzato sarebbe *in re ipsa* uno *speciale bisogno* di tutela del socio che disinveste; e, sulla scorta di ciò, giustificano la difesa di un trattamento regolatorio più rigido di quello relativo alle ipotesi di disinvestimento volontario, specialmente per quanto attiene ai termini del disinvestimento.

In realtà, non si è del tutto convinti della plausibilità, in via generale, del binomio “disinvestimento forzato - rischio di penalizzazione”<sup>701</sup>: il socio che disinveste volontariamente e che sia

---

<sup>700</sup> In tema, doveroso il rinvio a M. CERA, *Le pene civili nel diritto privato d'impresa*, Milano, Giuffrè, 2005, pp. XIV-398.

<sup>701</sup> A rendere diverse tali situazioni e a giustificare l'idea è semmai il pregiudizio derivante dall'identificazione del *disinvestimento attivo* come *tutela* o semplice momento di attuazione del contratto sociale e del disinvestimento forzato come *sanzione* o quantomeno momento di conclusione del rapporto sociale. In ciò potendosi, almeno in certa misura, intravedere – sembrerebbe – la proiezione delle istanze di tutela dello *status socii* che – come noto – un'autorevole dottrina aveva difeso: cfr. V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, pp. XVI-303, spec. pp. 185-186, ove il rilievo secondo cui si potrebbe al riguardo parlare di “*vero e proprio diritto soggettivo*”, strumentale alla realizzazione dei propri obiettivi di investimento, in quanto “*l'interesse patrimoniale del socio nei confronti della società non può trovare piena protezione se non è tutelato il suo interesse a rimanere nella società sino a quando lo desidera*”. Tale concezione dello *status socii*, pur certamente superata, continua a influenzare – si ritiene – la lettura della disciplina societaria vigente in vari modi e in non trascurabile misura: indicative, in tal senso, sono le posizioni assunte dalla giurisprudenza con riferimento al tema della “specificità” delle cause di esclusione del socio (di s.r.l.), che, imposto dalla disciplina positiva, è dagli interpreti prevalentemente declinato in modo tale da rendere pressoché impossibile redigere una clausola di esclusione funzionale allo scopo senza esporsi al rischio di una successiva declaratoria di invalidità per “genericità” dei relativi contenuti. Per un invito a ripensare l'orientamento corrente, oltre che per gli essenziali riferimenti di bibliografia e giurisprudenza, cfr., a commento di G. CUCCHIARATO, *La “specificità” delle clausole statutarie di esclusione del socio di s.r.l.: un invito alla dottrina*, in *Il Caso.it*, 10 dicembre 2015, disponibile sul sito della rivista all'indirizzo

esposto all'opportunità del socio di controllo che tenti di determinare il prezzo in modo a sé conveniente non è nella sostanza molto diverso da quello del socio escluso che resti vittima di predazione.

Tanto ciò è vero che l'ordinamento contempla un rimedio utilizzabile nella situazione in cui le utilità conseguite dal socio recedente siano risultate non "congrue"; e che lo stesso rimedio è utilizzabile dal socio la cui partecipazione sia stata fatta oggetto di un'operazione di riscatto o il quale sia stato escluso<sup>702</sup>.

Si è invece dell'idea, qui soltanto enunciabile, che il *disinvestimento* sia, in linea di massima, da spiegare, alla stregua di una vicenda circolatoria speculare all'*investimento*<sup>703</sup> e, proprio in quanto

---

<<http://www.ilcaso.it/articoli/848.pdf>>. Per autorevoli spunti di riflessione in tal senso L. ENRIQUES, *A New Eu Business Combination Form*, cit., passim, ove si nota come in Europa e, dunque, in Italia, le vicende di disinvestimento forzato suscitino diffidenza tanto nel legislatore, quanto nei giudici, perché presuntivamente osservate come eventi "espropriativi"; e H. FLEISCHER, *Comparative Corporate Governance*, cit., loc. ult. cit., ove si nota come sia diffuso, negli ordinamenti dell'Europa (soprattutto) continentale, l'idea che il disinvestimento forzato possa incidere "on the personal component of shareholding" (in altre parole, sullo status socii).

<sup>702</sup> Cfr. artt. 2437-ter, c. 6, e 2473, c. 3, c.c., che, rinviando all'art. 1349 c.c., naturalmente ne importano le problematiche esegetiche ed applicative. Il rimedio della "contestazione del valore" è utilizzabile anche nel caso di operazioni di riscatto della partecipazione: cfr. M.L. VITALI, cit., p. 246, ove si nota come "il diritto di contestazione è ... alla corretta valorizzazione delle azioni", in quanto "corollario" del richiamo alla disciplina del recesso nella parte in cui reca i già detti criteri di valutazione. Può d'altro canto anche farsi luogo alla nomina di un esperto nominato dal tribunale incaricato di definire il valore della partecipazione del socio escluso: cfr. F. CASALE, *L'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 816 ss., spec. p. 843. Con il che – si impone di precisare – non si esclude che il socio che sia, per esempio nel caso dell'esclusione, stato costretto a disinvestire non meriti una tutela "ulteriore", quale quella di cui beneficia allorquando l'ordinamento gli fa potere di contestare, in particolare, la sussistenza dei fatti posti alla base dell'esclusione (su cui cfr. ancora F. CASALE, cit., p. 837 ss.); ma solo sollevare un dubbio circa la possibilità che questa diversa e autonoma esigenza di tutela fornisca validi elementi utili nella prospettiva della discussione sulla derogabilità o inderogabilità della disciplina dei criteri rilevanti ai fini della definizione del valore della partecipazione del socio escluso.

<sup>703</sup> Si muove cioè dall'idea che il socio (di società di capitali) sia investitore e che la sua tutela debba perciò tradursi, con specifico riferimento alle ipotesi di disinvestimento, nella salvaguardia del valore economico dell'investimento effettuato, senza che abbia rilievo il fatto che al disinvestimento si pervenga volontariamente o forzatamente: si muove, in altri termini, dall'idea che, se ed in quanto riceva il valore economico della propria partecipazione, il socio che disinveste *oborto collo* non sia più

tale, sempre inscrivibile nel quadro del complessivo disegno organizzativo delle modalità di finanziamento e stabilizzazione della provvista finanziaria utile all'implementazione del progetto imprenditoriale<sup>704</sup>, indipendentemente dalla circostanza che ad esso si pervenga *cum* o *sine voluntate*; e che pertanto, pur senza negare la possibilità che il disinvestimento forzato *possa* comportare un'accentuazione del rischio di manovre con finalità predatorie, sia più corretto muovere dall'assunto che tale scenario non *debba* sol perciò avere rilievo paradigmatico e automaticamente giustificare aprioristiche prese di posizione in merito al grado di imperatività della relativa disciplina.

Ciò implica, allora, l'opportunità di abbandonare certi "pregiudizi ideologici"<sup>705</sup> e astenersi dalla generica invocazione del rischio che il

---

bisogno di tutela del socio che disinveste *sua sponte*. Per un'ampia discussione della specularità tra investimento e disinvestimento, cfr. C. FRIGENI, *Partecipazione, cit.*, pp. 145 ss.; ma v. anche gli spunti offerti da C. ANGELICI, *Fra mercato e società, cit.*, p. 214, nt. 93.

<sup>704</sup> Per spunti di riflessione al riguardo, soprattutto per quanto concerne la nozione di "trasferimento" e il rilievo di tale nozione nel contesto e in relazione a quella di organizzazione, cfr. C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in E. COLOMBO - G.B. PORTALE, *Trattato delle società per azioni. Vol. 2, tomo 1*, Torino, 1991, pp. XI-491, pp. 99 ss., spec. pp. 101-104. Con riferimento alle operazioni di riscatto della partecipazione, cfr. L. CALVOSA, *L'emissione, cit.*, p. 195, ove si illustra, in termini generali, la correlazione tra potere di riscatto, l'effetto della circolazione e l'inerenza di tale circolazione alle esigenze dell'organizzazione per poi giustificare la scelta di evitare aprioristiche concezioni sanzionatorie e tantomeno punitive di tali operazioni; e con riferimento all'esclusione, F. ANNUNZIATA, *Sub art. 2473-bis c.c.*, in L.A. BIANCHI (a cura di), *Società a responsabilità limitata* (in P.G. MARCHETTI - L.A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*), Milano, Egea-Giuffrè, 2008, pp. XI-877, pp. 533 ss., spec. p. 535, ove si sottolinea l'opportunità di guardare all'esclusione come vicenda priva in sé di qualsiasi connotazione negativa e strumentale, invece, a provocare un trasferimento della partecipazione da cui in definitiva dipende la soddisfazione dell'interesse comune a che l'organizzazione funzioni al meglio. Cfr. anche, per altri spunti, l'importante tentativo di ricondurre ad unità varie vicende di disinvestimento diverse valorizzandone l'aspetto funzionale di "protezioni finanziarie", A. MORINI, *Appunti sulla configurazione unitaria delle "protezioni finanziarie" delle minoranze azionarie in relazione ai poteri della maggioranza di "modellare" la compagine sociale*, in *Orizzonti del diritto commerciale - Rivista*, Febbraio 2012, disponibile all'indirizzo <[http://rivistaodc.eu/media/11948/morini\\_alessandro.pdf](http://rivistaodc.eu/media/11948/morini_alessandro.pdf)>.

<sup>705</sup> Sul punto cfr. le lucide osservazioni di A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari, cit.*, p. 214, ove si rileva (a specifico proposito della co-vendita da trascinarsi, ma con ragionamento estensibile alle vicende di disinvestimento in generale) come "la percezione del rischio di abuso, avvertita come immanente nelle

socio coinvolto in un'operazione di disinvestimento forzato sia esposto al detto rischio di penalizzazione per elaborare argomenti volti a giustificare la maggiore o minore derogabilità della relativa disciplina, specialmente – per quanto qui rileva – nella parte in cui essa si occupa di definire i criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio che disinveste.

Tanto preliminarmente premesso, si impone ora di apprezzare quali in effetti siano gli spazi che l'ordinamento ritaglia per i privati all'atto di regolare vicende di disinvestimento forzato – senza pregiudizi, appunto.

A tal proposito, è in primo luogo a dirsi delle operazioni di riscatto della partecipazione, con riferimento alle quali, specialmente alla luce del panorama comparatistico e in particolare delle scelte fatte in esperienze giuridiche culturalmente vicine alla nostra, appare possibile, in termini generali, rilevare come la scelta di prevedere in via eteronoma i criteri rilevanti ai fini della determinazione della partecipazione oggetto di un'operazione di riscatto non possa dirsi affatto necessitata<sup>706</sup>.

E necessitata, a ben vedere, non può neppure dirsi l'interpretazione secondo cui il legislatore domestico, all'atto di regolare la materia, avrebbe, tramite il rinvio ad una parte della disciplina del recesso, inteso recepire i criteri legali di liquidazione della partecipazione del socio receduto e soprattutto elevarli a criteri inderogabili di determinazione

---

*vicende di disinvestimento forzato], esprime in realtà un giudizio fondato su alcuni impliciti assunti ideologici e culturali” che si ricollegano all’idea della “partecipazione [sociale]” come “proprietà” incorporante non già un mero “valore economico, ma anche qualcosa di più e di diverso” in considerazione del quale si è indotti a guardare “con estremo sospetto ogni vicenda circolatoria che non faccia aprire in ogni momento il trasferimento della [partecipazione medesima] come riconducibile alla volontà libera e consapevole del titolare”; e come, però, “bast[erebbe] muovere da un iniziale assunto ideologicamente diverso, perché la valutazione complessiva ne risulti profondamente alterata”, nel senso che, se si muovesse dall’idea “[del]la partecipazione in una società ... come un co-investimento monetario, ... allora [sarebbe] molto più facile guardare con favore [alle vicende di disinvestimento forzato in generale]”.*

<sup>706</sup> Ci si riferisce, per esempio, all’esperienza francese, ove le operazioni di riscatto della partecipazione possono certamente realizzarsi in base a clausole statutarie che definiscano liberamente condizioni e termini per l’esercizio del relativo potere: ne riferisce M.L. VITALI, *cit.*, p. 223, ove anche gli opportuni riferimenti di letteratura straniera.

della partecipazione del socio la cui partecipazione abbia formato oggetto di un'operazione di riscatto<sup>707</sup>.

Tali conclusioni, cui peraltro la stessa dottrina che ne difende la inderogabilità tende a far seguire puntualizzazioni importanti in merito alla possibilità di deroghe minimali ai criteri legali<sup>708</sup> e che comunque riguardano solo le operazioni di riscatto della partecipazione che siano funzione dell'esercizio di un "*potere di riscatto*"<sup>709</sup>, non convincono appieno.

Non sembra, infatti, possa davvero trascurarsi il fatto che il legislatore, nel definire i contenuti del rinvio alla disciplina del recesso, abbia importato i criteri di liquidazione (in generale<sup>710</sup>) da essa previsti e la disciplina del procedimento di liquidazione della partecipazione; ma non anche il divieto di aggravare la posizione del socio la cui partecipazione potrebbe essere fatta oggetto di riscatto<sup>711</sup>, che però è esattamente quella porzione della disciplina del recesso cui gli interpreti che difendono la inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente guardano per giustificare le proprie conclusioni<sup>712</sup>.

---

<sup>707</sup> Cfr. per esempio M.L. VITALI, *cit.*, p. 229, ove la notazione per cui "*si è ritenuto che il rinvio all'art. 2437-ter tracci in modo piuttosto nitido, in ragione della natura imperativa della norma, un limite all'autonomia statutaria*"; ma anche, in senso analogo, G. DI CECCO, *cit.*, *loc. ult. cit.*

<sup>708</sup> Cfr. su tutti ancora M.L. VITALI, *cit.*, p. 226, ove si precisa che "[s]upera senza dubbio il giudizio di compatibilità l'applicazione dei criteri convenzionali... nei termini indicati dal comma 4 dell'art. 2437-ter [c. 2, c.c.]", in ragione dell'esigenza di non precludere una "*possibile negoziazione del valore di riscatto da parte dei soggetti coinvolti*".

<sup>709</sup> Cfr. L. CALVOSA, *L'emissione, cit.*, p. 200, ove la qui rilevante precisazione, a perimetrazione dell'ambito applicativo della disposizione di cui all'art. 2437-sexies, c.c., secondo cui "[tale] previsione ... all'evidenza ha inteso disciplinare ... una soltanto delle possibili ipotesi, quella in cui il riscatto sia congegnato come potere e non come obbligo e solo da parte della società o del socio e non dei terzi", sicchè "[n]elle altre ipotesi di riscatto ... nessuna regola il legislatore ha inteso dettare".

<sup>710</sup> Della genericità del rinvio e delle possibili implicazioni di ciò si è già detto: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 32.3.1.4.

<sup>711</sup> Cfr. L. ENRIQUES - G. SCASSELLATI, *Adeguamenti statutari: scelte di fondo e nuove opportunità*, in *Notariato* (II), 2006, pp. 69 ss., spec. p. 71.

<sup>712</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 32.3.1.1.

Le potenziali implicazioni di tale omissione sono – lo si intende – importanti: potrebbe infatti farsene logicamente discendere che la disciplina domestica delle operazioni di riscatto della partecipazione richiami i criteri per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente non già “*nella loro imperatività*”<sup>713</sup>, ma – in linea con quanto si è detto per altre disposizioni oggetto di quello stesso e identico rinvio – con funzione meramente “*dispositiva e suppletiva*”<sup>714</sup>.

A ben vedere, in effetti, una tale conclusione, cui il dato letterale soltanto prelude, appare non soltanto, in punto di fatto, difendibile in ragione dell’esigenza di non precludere “*la possibile negoziazione del valore di riscatto da parte dei soggetti coinvolti*”<sup>715</sup>; ma anche, in punto di diritto positivo, giustificabile in ragione del fatto che – come la dottrina specialistica ha del resto sottolineato – nella disciplina vigente non si deve intravedere tanto la fonte di una completa regolamentazione delle operazioni di riscatto della partecipazione, quanto, più modestamente, un gruppo di scarni precetti volti soltanto “*a disciplinar[n]e in modo parziale singoli aspetti, ... lasciando libertà ai privati di regolamentarl[e] pattiziamente nel quadro dell’ampliamento dei poteri riconosciuti all’autonomia statutaria*”<sup>716</sup>.

---

<sup>713</sup> Così, a scioglimento dei dubbi sulla plausibilità della regola sul *design* della clausola di trascinamento, A. STABILINI - M. TRAPANI, *cit.*, p. 954 e *passim*.

<sup>714</sup> Cfr. M.L. VITALI, *cit.*, p. 225, che in tal senso conclude (non già con riferimento ai criteri legali di cui all’art. 2437-ter, c. 2, c.c., ma) con riferimento alla disposizione di cui all’art. 2437-ter, c. 2, c.c. nella parte in cui assegna all’organo amministrativo il compito di definire il valore della partecipazione del socio recedente e, quindi, del socio la cui partecipazione abbia formato oggetto di riscatto, in proposito rilevandosi, in particolare, come la circostanza che, diversamente da quanto accade nel recesso, il procedimento possa essere “incompatibile” con la specifica conformazione dell’operazione di riscatto della partecipazione legittima la previsione di “*meccanismi convenzionali che ... sottraggano di fatto la competenza riconosciuta dalla norma in capo agli amministratori*”, di guisa che “*... la regola che affida all’organo di gestione la fissazione [del prezzo] nel corso della procedura finisce per assumere il ruolo di norma suppletiva e dispositiva*”.

<sup>715</sup> *Id.*, p. 226, che riconosce la rilevanza di tale esigenza nella *sola* prospettiva, però, di salvaguardare gli spazi per una deroga ai criteri legali di cui all’art. 2437-ter, c. 2, c.c. entro i limiti previsti dal c. 4 della medesima disposizione.

<sup>716</sup> L. CALVOSA, *L’emissione*, *cit.*, p. 199.



Ciò nella prospettiva, da cui all'istituto non può non guardarsi anche per la risoluzione di altre questioni<sup>717</sup>, di consentire ai soci di imprimere alla disciplina delle operazioni di riscatto della partecipazione le più svariate caratteristiche strutturali e funzionali<sup>718</sup>, sì che essa possa “risultare pertinente alle (e modulata sulle) esigenze concrete”<sup>719</sup>, anche per quanto specificamente attiene al prezzo di acquisto della

---

<sup>717</sup> Ci si riferisce al tema dei presupposti cui ancorare l'esercizio del potere di procedere alle operazioni di riscatto della partecipazione, che è l'altra “dimensione” dell'istituto in relazione alla quale – come per i criteri di determinazione del valore della partecipazione oggetto delle dette operazioni – si assiste, soprattutto in dottrina, allo scontro tra letture più o meno favorevoli all'ampliamento degli spazi per l'autonomia privata (come del resto accade anche con riferimento all'esclusione: cfr. di nuovo C. CUCCHIARATO, *cit.*, *passim*). Sul punto, cfr. M. CENTONZE, *cit.*, pp. 52-53, ove, pur riconoscendosi l'esigenza di subordinare la possibilità di procedere a operazioni di riscatto della partecipazione alla previsione di presupposti (in linea con quanto a proposito dell'esclusione disposto dall'art. 2473-bis c.c.: cfr. M. PERRINO, *La “rilevanza del socio” nella s.r.l.: recesso, diritto particolari, esclusione*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pp. 810 ss., spec. pp. 834 ss.) *specifici*, si richiama l'attenzione sull'opportunità di evitare una lettura di tale requisito che culmini nell'imposizione di un più restrittivo requisito di *analitica previsione dei detti presupposti*: “Se è vero che la ragione sottesa all'istanza di specificazione di cui è portatore l'art. 2473-bis c.c. è di per sé appagata quando il socio abbia la effettiva possibilità di poter individuare *ex ante*, con sufficiente certezza, i fatti assisi a ‘giusta causa’ di esclusione/riscatto, un simile risultato, oltre che ovviamente con un metodo redazionale di tipo casistico, può essere conseguito anche costruendo la fattispecie di esclusione/riscatto con il ricorso a concetti sintetici, purché, la precisazione ha rilievo fondamentale, i termini di cui è composta la clausola statutaria, pur in sé comprensivi di un gran numero di casi, facciano comunque rinvio a parametri valutativi (o criteri di selezione) oggettivi, univoci e suscettibili di effettivo controllo (anche in sede giudiziale)”.

<sup>718</sup> Cfr. L. CALVOSA, *L'emissione*, *cit.*, p. 198, ove il rilievo secondo cui “... in relazione ai diversi profili funzionali la clausola poteva – e a mio avviso può ancora – atteggiarsi nella sua concreta articolazione in modo diverso (mediante previsione di un potere o di un obbligo di riscatto; in favore della società o dei soci o di un terzo; con determinazione del prezzo di riscatto secondo vari criteri, anche diversi da quelli dettati in caso di recesso)”.

<sup>719</sup> *Id.*, p. 198.

partecipazione<sup>720</sup>, sempre – sembrerebbe – nei limiti della ragionevolezza<sup>721</sup>.

Non sarebbe dunque peregrino ipotizzare che anche la disciplina delle operazioni del riscatto della partecipazione lasci spazio alle preferenze dei privati all’atto di definire i criteri di valutazione della partecipazione che ne sia oggetto.

Ciò rilevato, appare a questo punto necessario soffermarsi – nella terza ed ultima fase della verifica programmata – su un’altra vicenda di disinvestimento forzato fatta oggetto di una pur embrionale disciplina da parte del legislatore e cui quasi sempre gli interpreti si richiamano per giustificare l’enucleazione del detto principio di equa valorizzazione e predicarne l’imperatività: la disciplina dell’esclusione del socio di s.r.l.

Ciò sempre in termini sintetici ed al limitato fine di appurare se essa richiami la disciplina del recesso nella sua imperatività o se, al contrario, consenta ai soci di individuare criteri di valutazione del socio escluso diversi da quelli che la legge dice rilevanti ai fini della liquidazione della partecipazione del socio recedente.

Inutile rilevare come, allo stato, sia senza dubbio più diffusa, anche con riferimento a questa parte della disciplina societaria, l’opinione secondo cui nell’esegesi della disciplina *de qua* si imporrebbe, per via dell’esigenza di tutelare il socio escluso, di dire inderogabile il criterio secondo cui al socio escluso dovrebbero essere corrisposte utilità definite

---

<sup>720</sup> *Id.*, p. 200. È vero che l’Autore riferisce tali conclusioni alle “clausole di riscatto cc.dd. a prezzo fisso in funzione di finanziamento”, ma è anche vero che, in quel ragionamento, non sono racchiusi elementi logici che ne precludano l’estensione ad altre ipotesi, specialmente perché non esita ad assumere atteggiamento dubitativo in merito alla inderogabilità della disciplina di cui all’art. 2437-*sexies*, c.c. (che nel testo è giustificata in ragione dell’omesso richiamo all’art. 2437, c. 6, c.c.).

<sup>721</sup> Tale parametro, che pure non risulta dalla disciplina scritta del recesso e che in essa è incorporato grazie alla funzione mediatrice della dottrina (cfr. *supra*, ntt. 675 e 680e testo corrispondente), finisce per integrare, stante gli effetti del rinvio di cui all’art. 2437-*sexies* c.c., anche la disciplina delle operazioni di riscatto della partecipazione.

*“in proporzione del patrimonio sociale, ... determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento [dell’esclusione]”*<sup>722</sup>.

Ove pure non si basi – come pure spesso accade – sul generico richiamo alle presunte esigenze di maggiore protezione avvertibili nel caso in cui un socio disinveste *obtorto collo*<sup>723</sup>, la giustificazione di tali prese di posizione risiede nella altrettanto a-specifica enfaticizzazione della *“inaccettabilità”* di un’esclusione *“a prezzo scontato”*<sup>724</sup>: giustificazione che, pur di primo acchito persuasiva perché idonea a recepire istanze *“equitative”*, appare invero essere l’unica possibile, perché ad un più attento esame risulta invece chiaro come invero manchino più pregnanti argomenti di carattere testuale, funzionale e sistematico che possono essere seriamente spendibili al fine di tentare di giustificare quegli stessi approdi<sup>725</sup>.

Anzi, se alla luce della innegabile neutralità del dato testuale può dirsi che la questione non sia stata fatta oggetto di specifica attenzione da parte del legislatore<sup>726</sup>, sul piano funzionale e sistematico è invece

---

<sup>722</sup> Cfr. in tal senso, anche per opportuni riferimenti di bibliografia, F. ANNUNZIATA, Sub art. 2473-bis c.c., cit., p. 546, ove il rilievo secondo cui, appunto, *“[n]on pare possibile, stante l’evidente esigenza di tutelare la posizione del socio, derogare statutariamente a tali criteri, se non in senso migliorativo: l’esclusione del socio delibearata a condizioni di sfavore, rispetto alla tutela minima garantita dal rinvio all’art. 2473 c.c., rappresenterebbe una situazione inaccettabile”*.

<sup>723</sup> Sulla cui irrilevanza, in assenza di ulteriori argomentazioni, ci si è già soffermati in premessa: cfr. *supra*, in questo Capitolo, sub § 32.3.1.

<sup>724</sup> Cfr. per esempio F. ANNUNZIATA, Sub art. 2473-bis c.c., cit., p. 456.

<sup>725</sup> A conclusioni simili indirettamente tra gli altri giungono, esponendo una certa varietà di argomenti di cui in buona parte si avrà modo di dare atto nel prosieguo, A. BUSANI, *S.r.l.: il nuovo ordinamento dopo il d. lgs. 6/2003*, Milano, Egea, XIV-626, spec. p. 403; B. PETRAZZINI, *L’esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, Roma, Aracne, 2015, pp. III-198; F. CASALE, cit., pp. 840 ss.; C. ESPOSITO, *L’esclusione del socio nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012, VIII-287, spec. pp. 229 ss.

<sup>726</sup> Anche da tale dato, cui – come già nel testo rilevato – non sembra potersi dare grande rilievo, parte della dottrina ha tratto argomento per ipotizzare che il legislatore abbia implicitamente inteso *“delegare”* ogni scelta sul punto all’autonomia privata: cfr. A. BUSI, cit., p. 403, ove si rileva come il silenzio del legislatore in merito ai criteri da applicare ai fini della liquidazione del socio escluso renda *“... massimamente opportuno un intervento statutario al fine di orientare la determinazione del valore della partecipazione del socio escluso”*, in quanto, da un lato, *“la norma sulla liquidazione del socio recedente presta il fianco a più di una osservazione critica”* e,

possibile elaborare argomenti in considerazione dei quali sembrerebbe preferibile pervenire alla soluzione più liberale.

Sul piano funzionale, si è osservato come nell'istituto debba essere intravisto il precipitato di una precisa volontà del legislatore di attribuire ai privati, in linea con le note esigenze di personalizzazione che possono emergere in certi frangenti<sup>727</sup>, la possibilità di “disciplina[re] una possibile opzione di autonomia privata in punto di tecniche rimediali”<sup>728</sup>; e come, proprio perciò, debba privilegiarsi un'interpretazione della disciplina vigente che, pur tenendo ferme le tutele esplicitamente previste in favore dei soci<sup>729</sup>, consenta ai privati, all'atto pratico, di conformare tale potere nel modo che appare più confacente in vista del perseguimento dello scopo per cui nel caso concreto è stato pensato<sup>730</sup>.

Ed è allora proprio in questa prospettiva che merita di essere letta ed apprezzata in modo particolare quella dottrina che, portando a conseguenze ulteriori la scelta di valorizzare gli obiettivi perseguiti dal legislatore all'atto di introdurre la disciplina *de qua*, ha correlato l'autonomia dei privati nel fissare i criteri di valutazione della

---

dall'altro lato “*perché essa, dettata appunto in tema di recesso, va comunque opportunamente 'tarata' sulla materia dell'esclusione, la quale presenta – è ovvio – peculiarità sue proprie*”.

<sup>727</sup> Sull'esigenza di personalizzazione riscontrabile nel contesto delle imprese organizzate in forma di società a responsabilità limitata, cfr. V. DI CATALDO, *Società responsabilità, cit., passim*; nonché, per una sottolineatura di tali esigenze nel contesto delle società “chiuse” in generale e dunque anche con riferimento alle imprese organizzate in forma di società per azioni, C.M. RIVOLTA, *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 1274 ss., spec. pp. 1275 ss. e 1281 ss.

<sup>728</sup> Così, nel porre le basi di un ragionamento volto a giustificare l'ampiezza degli spazi a disposizione dell'autonomia privata nel procedere alla concreta declinazione della nozione di “specifiche ipotesi di giusta causa” di cui all'art. 2473-bis c.c., M. PERRINO, *La rilevanza, cit.*, p. 836.

<sup>729</sup> Ossia dal requisito della “giusta causa”, sì come peraltro “irrigidito” dalla necessità che le parti ne offrano una declinazione statutaria tale da pervenire alla individuazione di “specifiche ipotesi”.

<sup>730</sup> Cfr. ancora M. PERRINO, *cit., loc. ult. cit.*, pp. 837-838, ove si richiama l'attenzione sull'esigenza di non optare, pur senza negare i rischi cui un'interpretazione troppo generosa schiuderebbe le porte, per interpretazioni della disciplina (nella parte in cui contempla il requisito delle “specifiche ipotesi di giusta causa”) che non consentano di dare adeguato ingresso all'esigenza di “preservare certi connotati professionali o familiari o comunque soggettivi dei soci in una compagine sociale ristretta”.

partecipazione del socio escluso all'esigenza di consentire al rimedio di manifestare appieno le proprie potenzialità applicative, per l'effetto non soltanto dicendo possibile un'esclusione a prezzo "punitivo", ma identificandone l'ambito di applicazione in termini tali da includervi sia – come già si ammette – quelle situazioni in cui è osservabile un vero e proprio inadempimento<sup>731</sup>, sia, a maggior ragione in considerazione del rinnovato concetto di esclusione ora accolto dal diritto positivo<sup>732</sup>, quella più vasta gamma di scenari in cui il fatto legittimante l'esclusione abbia "semplicemente" intaccato il legame fiduciario (in senso lato) in considerazione del quale ci si era all'origine risolti nel senso di intraprendere il comune affare societario<sup>733</sup>.

A corroborare le conclusioni sul punto così raggiunte, si è poi anche rilevato come, sul piano sistematico, alla modulazione dei criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio escluso sia possibile pervenire valorizzando una molteplicità di elementi.

Indicazioni in tal senso provengono dalla rilevata opportunità di enucleare la disciplina dell'esclusione muovendo non già dalla disciplina

---

<sup>731</sup> Cfr., anche per ulteriori indicazioni bibliografiche sul punto, F. CASALE, *cit.*, p. 841, ove il rilievo secondo cui sarebbe "valida una clausola dell'atto costitutivo che decurt[i] la liquidazione della quota in casi riconducibili ad inadempimenti del socio".

<sup>732</sup> Ciò è oggi possibile in quanto – come si è notato – l'esclusione non è più, come in costanza di vigenza del vecchio diritto societario, da immaginare alla stregua di un istituto dalle finalità necessariamente sanzionatorie, ma è figlio della scelta del legislatore di "sanziona[re] in modo irreversibile il diritto della maggioranza di escludere unilateralmente il socio", qualunque sia, nei limiti di legge (e, quindi, di statuto), la finalità in vista della quale si perviene a tale risultato: cfr. D. GALLETTI, *Sub art. 2473-bis c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, Padova, Cedam, 2005, pp. XXVI-3026, pp. 1916 ss., spec. p. 1916.

<sup>733</sup> Sul punto, molto bene, C. ESPOSITO, *cit.*, pp. 45 ss. e 229 ss. ove, rispettivamente, si spiega come, nel contesto di un diritto societario favorevole all'autonomia statutaria, qualsiasi giudizio in merito alle finalità cui asservire il rimedio dell'esclusione sia da rimettere unicamente ai soci e come, pertanto, possa ammettersi (peraltro anche nella s.p.a.) un'esclusione volta a sanzionare il venir meno della fiducia originariamente esistente tra i soci nella prospettiva – ritenuta decisiva anche in ragione della considerazione dell'esperienza tedesca – di salvaguardare l' "interesse comune alla sopravvivenza dell'[impresa]"; e si illustrano le ragioni per cui, a prescindere dalle specifiche finalità perseguite dall'esclusione, le parti godano di ampi margini di autonomia nel fissare i criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio escluso.

che governa le cause di recesso inderogabile, ma da quella concernente le cause di recesso convenzionali. Muovendo dal duplice rilievo secondo cui la inderogabilità dei criteri di valutazione della partecipazione del socio recedente sarebbe, per quanti la difendono, funzione della inderogabilità della tutela che in certe situazioni l'ordinamento intende apprestare e secondo cui tale inderogabilità proprio perciò non sarebbe immaginabile con riguardo alle ipotesi di recesso convenzionale, si è ritenuto di poter pervenire a conclusioni analoghe anche con riferimento all'esclusione<sup>734</sup>.

La circostanza che, “*in caso di esclusione, la prospettiva illustrata con riferimento alla posizione del socio receduto muta profondamente*”<sup>735</sup>, perché, in particolare, verrebbero meno le istanze di tutela accolte dalla disciplina del recesso nella parte in cui contempla date cause di recesso inderogabile consentirebbe di instaurare un parallelo esclusione convenzionale e recesso convenzionale e, sulla scorta della valorizzazione del dato della comune natura privata delle regole fondanti il disinvestimento, consentirebbe, di conseguenza, la difesa di una soluzione favorevole all'autonomia privata<sup>736</sup>.

In proposito si è altresì rilevato, poi, come, almeno ove si guardi – come appare corretto fare – alla disciplina dell'esclusione come ad un

---

<sup>734</sup> Sul punto cfr., convincentemente, B. PETRAZZINI, *cit.*, pp. 159 ss. In senso analogo, C. ESPOSITO, *cit.*, *loc. ult. cit.*; e F. CASALE, *cit.*, *loc. ult. cit.*

<sup>735</sup> Così, pur nel contesto di un ragionamento che approda a conclusioni diverse da quelle di cui nel testo, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2014, pp. XI-398, spec. p. 172, al fine di alludere al radicale cambio di prospettiva che si impone all'atto di interpretare la disciplina dell'esclusione, si da sfuggire alla tentazione di importare, nel definire aspetti statici e dinamici dell'istituto, soluzioni interpretative che, pur generalmente accettate con riferimento al recesso, potrebbero sposarsi meno bene con l'esclusione.

<sup>736</sup> Lucidamente, sul punto, B. PETRAZZINI, *cit.*, p. 162. Muove, implicitamente, dallo stesso accostamento tra cause di recesso convenzionali e clausole statutarie di esclusione e giunge a conclusioni analoghe anche A. BUSI, *cit.*, pp. 401 ss., spec. p. 403, ove, peraltro enfatizzando (anche) la derogabilità della disciplina del recesso (pure della s.p.a.), si rileva come “*per ‘punire’ ulteriormente chi incappi in una causa di esclusione, si potrebbe pensare all'introduzione nello statuto di una previsione secondo cui la quota dell'escluso possa essere liquidata con il mero rimborso del valore nominale del capitale versato dal socio escluso (oppure al valore “contabile” del patrimonio netto, non attualizzando quindi le poste di bilancio con i valori correnti dei beni appartenenti alla società, e non considerando l'avviamento)*”.

istituto asservibile al soddisfacimento di esigenze ed interessi in parte non diversi da quelli perseguibili tramite le operazioni di riscatto della partecipazione<sup>737</sup>, sarebbe sistematicamente incoerente ipotizzare, dato il diverso grado di complessiva rigidità delle discipline dei tipi<sup>738</sup>, che possa farsi luogo a un'operazione di riscatto finalizzato alla pura estromissione del socio (di s.p.a.) a termini penalizzanti e non anche, però, a un'esclusione del socio (di s.r.l.) a termini altrettanto sfavorevoli<sup>739</sup>.

Come già rilevato con riferimento alla disciplina delle vicende di disinvestimento volontario e delle operazioni di riscatto della partecipazione, anche con riguardo alla disciplina dell'esclusione del socio di s.r.l. sembra dunque possibile isolare elementi in considerazione dei quali poter difendere la tesi secondo i privati potrebbero individuare criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio escluso diversi dai criteri legali rilevanti per la liquidazione della partecipazione del socio recedente.

Alla luce della verifica programmata sembrerebbe possibile pervenire alla conclusione secondo cui, ove pure si neghi la tesi della derogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente nei casi di recesso legale inderogabili, l'unico ambito della

---

<sup>737</sup> Si noti che il parallelo tra esclusione del socio e operazioni di riscatto della partecipazione per quanto specificamente attiene alla possibilità di impiegare le seconde, sulla scorta di apposita previsione statutaria, per pervenire appunto all'effetto dell'estromissione del socio è comune, trovando le prime teorizzazioni, oggi ormai largamente condivise, nei contributi di L. CALVOSA, *La clausola*, loc. cit.; e M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, Giuffrè, 1997, pp. XI-392, spec. pp. 328 ss., ove ampi riferimenti bibliografici. Il dato è ormai da considerarsi acquisito: cfr., per una sintesi del dibattito in argomento e un approfondimento, C. ESPOSITO, *cit.*, pp. 90 ss.

<sup>738</sup> Enfatizza tale dato F. CASALE, *cit.*, p. 841. Per opportune precisazioni al riguardo, specialmente per quanto attiene la necessità di evitare generalizzazioni che precluderebbero la possibilità di apprezzare il fatto che, per certi aspetti, la disciplina della s.p.a. potrebbe essere più flessibile di quella della s.r.l., cfr. C.M. RIVOLTA, *Autonomia privata*, cit, pp. 1277-1281.

<sup>739</sup> Cfr. F. CASALE, *cit.*, p. 841; come pure C. ESPOSITO, p. 231, ove il rilievo secondo cui così come "... in tema di società per azioni, l'art. 2437-ter c.c., cui fa riferimento l'art. 2437-sexies c.c., consent[e] allo statuto di definire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione", così "... pare irragionevole ritenere che ciò non sia permesso nelle società a responsabilità limitata ove vige un tasso di autonomia ancora maggiore" di quello esistente in seno all'ordinamento della società per azioni.

disciplina del disinvestimento con riferimento al quale può con relativa certezza difendersi la tesi dell'inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente è quella segnata dalle ipotesi di recesso inderogabile; mentre, non sarebbe peregrino ipotizzare che, in linea con le scelte di fondo del legislatore della riforma<sup>740</sup>, l'ordinamento lasci prevalere, al di fuori di tale ambito, l'autodeterminazione, anche con riferimento a vicende di disinvestimento di carattere forzato.

Se ciò fosse vero, non sembrerebbe allora possibile dire esistenti i presupposti per dire delineabile quel binomio tra vicende di disinvestimento in generale, da un lato, e criteri legali per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente che l'enucleazione del principio di equa valorizzazione invece implicitamente postula.

Infatti, se – convalidando i dubbi scaturenti dai rilievi che precedono – fosse corretto affermare che la disciplina delle varie vicende di disinvestimento lascia nel complesso ampio spazio all'autonomia delle parti nel definire, con riferimento alle vicende di disinvestimento che trovino origine in una regola privata, *an* e *quomodo* del disinvestimento, non si vede come potrebbe poi pretendersi di enucleare un principio di equa valorizzazione che ribalti la scelta di fondo dell'ordinamento di valorizzare l'autonomia a scapito dell'eteronomia e imponga ai soci di

---

<sup>740</sup> Che il legislatore della riforma abbia (a torto o a ragione, non importa) “creduto” nella capacità dei privati di auto-regolarsi (entro ampissimi spazi) è dato incontrovertito: R. SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, pp. 69 ss.; e F. D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 36 ss. Sugli “scalini” con cui, a seconda dei tipi sociali legali e reali si atteggia il rapporto tra autonomia e eteronomia v. invece G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. soc.*, 2004, 854 ss. Meno certo è, invece, che gli interpreti abbiano saputo cogliere il rinnovamento che il legislatore aveva inteso promuovere e, quindi, che gli operatori si siano sentiti e si sentano “autorizzati” a sperimentare, sfruttando il “dono” fattogli dal legislatore e producendo innovazioni contrattuali generatrici di valore. Sul primo tema, cfr., condivisibilmente, L. ENRIQUES, *Il nuovo diritto societario nelle mani dei giudici*, in *Stato e mercato*, 2001, pp. 79 ss. Sul secondo, altrettanto condivisibilmente, cfr. invece, V. DI CATALDO, *Società responsabilità e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, in P. BENAZZO - M. CERA - S. PATRIARCA (a cura di), *cit.*, pp. 217 ss.



fare quel che le singole discipline su cui esso si fonda invece si guardano bene dall'imporre.

Non sarebbe a quel punto affatto coerente immaginare, di poter rinvenire in discipline che *consentono* ai soci di enucleare una disciplina privata di tali vicende di disinvestimento *senza* che si ponga in alcun modo il problema di rispettare “limiti” e “soglie” di sorta la base un principio di equa valorizzazione che, in palese contrasto con i fondamentali contenuti precettivi di quelle stesse discipline, mirerebbe ad imporre agli stessi privati il rispetto di quei limiti e di quelle soglie all'atto di definire le regole di governo di qualsiasi vicenda di disinvestimento.

#### 32.3.1.3. La funzione garantistica del principio

Il terzo dato su cui appare opportuno soffermarsi attiene alla pretesa funzione di “garanzia” cui il principio di equa valorizzazione sarebbe strumentale, che discende dall'altra idea, implicita ma necessitata, che nei criteri legali sia possibile rinvenire un criterio di valutazione della partecipazione in grado di fungere, appunto, da garanzia.

L'equivoco di fondo di cui quel ragionamento si alimenta è però evidente ed è figlio, fondamentalmente, della convinzione che i criteri legali, siccome “tipizzati”, siano *naturaliter* giusti – anzi, più giusti – di qualsiasi altro criterio che, siccome non “eletto”, sarebbe meno affidabile.

In realtà, tale convinzione trascura – e si scontra con – il dato dell'impossibilità – su cui si è già richiamata l'attenzione da parte della dottrina specialistica più autorevole<sup>741</sup> – di definire *ex ante* e *in generale*,

---

<sup>741</sup> La dottrina specialistica sembra quasi alludere alla natura sostanzialmente velleitaria di una tale ambizione regolatoria o interpretativa: cfr. M. VENTORUZZO, *Recesso*, cit., p. 418. Non si vede, infatti, come, a fronte della complessità delle realtà imprenditoriali e delle specificità che ciascuna di esse presenta, si possa pensare di fissare, *ex ante* e per di più in generale, uno o più criteri dalla cui applicazione far

in ragione del tipo sociale e non della natura dell'attività di impresa esercitata e della situazione in cui si trova l'impresa al momento della valutazione, quale sia il criterio più adatto a definirne il valore della partecipazione del socio: non esiste “un” e tantomeno “il” criterio ideale per definire con ottimale livello di approssimazione il valore di una partecipazione che possa essere invocato e applicato in ogni dove e in ogni quando.

Tanto ciò è vero che – si perdoni il gioco di parole – non vi è alcuna garanzia che il principio di equa valorizzazione sia in grado di assolvere a quella funzione di garanzia cui lo si vorrebbe preordinare: al contrario, a seconda dei casi, in applicazione di quel criterio potrebbe pervenirsi a risultati sfavorevoli o favorevoli rispetto a quelli cui si perverrebbe in applicazione dei criteri definiti dalle parti<sup>742</sup>.

Il che chiaramente dovrebbe di per sé essere sufficiente a ingenerare nell'interprete il dubbio circa la pratica utilità di identificare nel valore della partecipazione definibile sulla scorta dei criteri legali di liquidazione della partecipazione del socio recedente una grandezza sempre e comunque “buona e giusta”; e, quindi, della possibilità di colorare il principio *de quo* di quella funzione garantistica di cui lo si vuole *verbis* colorare.

Infatti, se la giustificazione, per così dire, operativa del principio di equa valorizzazione è quella di dare al socio che disinveste una garanzia che però potrebbe in concreto non essere neppure invocabile, non si vede

---

discendere la definizione di quelle grandezze. Agli studiosi delle scienze aziendalistiche tale dato è ben noto, al punto che è ricorrente, al netto delle variazioni delle espressioni a tal fine impiegate, l'ammonimento a scegliere il metodo di valutazione dell'impresa in ragione di una varietà di elementi, peraltro variabili nel tempo: cfr., per esempio, A. DAMODARAN, *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick up a Stock, and Profit*, New York, Pearson, 2016 (3a ed.), pp. VII-443, spec. 221.

<sup>742</sup> Cfr. C.F. GIAMPAOLINO, loc. ult. cit., sulla varietà dei criteri rilevanti nell'ottica della valutazione della partecipazione; A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit. pp. 238 e 252, sugli effetti controproducenti della scelta di identificare in quel valore un benchmark rilevante in ogni quando e in ogni dove; e, più in generale, M. VENTORUZZO, *Recesso*, cit., loc. ult. cit., sulla necessità di evitare letture assolutizzanti del disposto normativo in materia di recesso e lasciar spazio, per quanto possibile e nei paletti fissati dalla ragionevolezza, alle scelte dei soci.

– molto banalmente – a cosa quel principio dovrebbe e potrebbe in effetti servire.

#### 32.3.1.4. I (conseguenti) dubbi

I rilievi che precedono legittimano tre ordini di considerazioni di sintesi che sfociano nella formulazione di un importante interrogativo.

Innanzitutto, le discipline che si invocano a giustificazione del principio di equa valorizzazione sembrano richiamare non già i *criteri legali* di determinazione del valore della partecipazione del socio recedente, ma la disposizione che li contempla, recependone di conseguenza la declinazione risultante dalla complessiva interpretazione che è possibile offrirne. Il che suggerisce di ipotizzare che l'ordinamento si preoccupi in modo costante e generalizzato di assicurare al socio che disinveste utilità pari almeno a quelle determinabili sulla scorta dei criteri legali; e, di conseguenza, suggerisce anche di riflettere bene prima di ipotizzare che sia possibile enucleare un principio che sia preordinato a garantire al socio la possibilità di ottenere sempre e comunque quantomeno quel risultato.

Inoltre, la complessiva considerazione del modo in cui *de jure condito* si atteggia il rapporto tra autonomia ed eteronomia con riferimento (almeno) alle vicende di disinvestimento che originino da una regola privata, sembrerebbe rivelare che l'ordinamento tende a rimetterne la disciplina, almeno per quanto attiene agli aspetti che qui rilevano, ai soci. Ciò implica che potrebbe forse essere non del tutto coerente con il sistema enucleare un principio che di equa valorizzazione destinato a sovrapporsi alle scelte che le discipline invocate per fondarlo consentono ai soci di assumere in piena autonomia.

Infine, la considerazione dell'aspetto funzionale del principio di equa valorizzazione getta dubbi di non poco momento sulla effettiva idoneità dello stesso a perseguire la pretesa funzione di garanzia che ne giustificerebbe esistenza e operatività.

In considerazione di ciò, l'interprete non può fare a meno di porsi un grave interrogativo (che non è poi diverso – sembrerebbe – da quello che alcuni interpreti si sono implicitamente o esplicitamente già posti): può davvero pervenirsi all'enucleazione di un principio di equa valorizzazione che elevi i criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente a regola cardine di un ideale statuto del disinvestimento in generale?

A tale interrogativo possono, a ben vedere, darsi almeno due risposte, che evidentemente riflettono la diversità dell'approccio adottato all'atto di affrontare la questione sottesa all'interrogativo stesso.

Si può innanzitutto partire dal presupposto della “quantità” dei richiami positivi alla disciplina del recesso nella parte in cui reca i noti criteri e dare per scontato che le discipline o talune di esse richiamino *specificamente* i criteri legali e soprattutto le richiamino nella loro imperatività; e, conseguentemente, pervenire, all'affermazione secondo cui in seno all'ordinamento esisterebbe un principio di equa valorizzazione, enfatizzandone la potenziale valenza anti-espropriativa.

In alternativa, ci si potrebbe soffermare sulla “qualità” del dato positivo e, in questa prospettiva, prestare maggiore attenzione, oltre che al dato testuale, soprattutto al rapporto tra autonomia ed eteronomia esistente in seno alle discipline delle singole vicende di disinvestimento volontario e forzato e, in particolare, apprezzare il fatto che, nell'economia di quelle discipline, i criteri di determinazione della partecipazione del socio recedente non hanno quel rilievo esclusivo e necessario di cui correntemente lo si tende, peraltro senza giustificazioni sostanziali, a colorare; come pure si potrebbe debitamente apprezzare il dato funzionale, e dunque ponderare sequel principio effettivamente mira ad apprestare una qualche tutela.

L'attrattività della prima soluzione ha una spiegazione precisa: la giustificazione della scelta di enucleare un principio di equa valorizzazione si basa su un dato obiettivo quantitativamente apprezzabile, facilmente accertabile e altrettanto agevolmente enfatizzabile; si lascia pragmaticamente apprezzare perché – come visto – caricato di finalità garantistiche che lo fanno apparire “equo”; e si sposa bene con le tendenze della nostra cultura giuridica, che – come

un'autorevole dottrina ha rilevato – tende a priori a difendere l'opportunità di presidi *ex ante*<sup>743</sup>, dandone per scontata l'utilità pratica e spesso difendendone la giustificabilità positiva in considerazione di ragioni di sistema).

Quell'opzione, però, non è priva di controindicazioni. Per un verso, potrebbe denotare, se la bontà dell'analisi cui si è in precedenza proceduto fosse confermata, una scarsa sensibilità alle indicazioni ricavabili da una sintetica considerazione delle discipline delle varie vicende di disinvestimento.

Per altro verso, all'“*automatismo [di quella soluzione.] che assicurerebbe la prevedibilità e la certezza delle soluzioni*” si accompagnerebbe – come proprio l'esperienza delle *venture capital-backed firms* dimostra – anche il risultato della “*loro [in]congruenza rispetto agli interessi di volta in volta implicati*”<sup>744</sup>, dato che – almeno in certi casi – si finirebbe per sacrificare gli interessi sanzionati in contratto in nome di un mero formalismo o di frantese esigenze di sistema.

In questa sede non è possibile pensare – né per vero ci si era proposti – di dare alla questione della configurabilità del principio di equa valorizzazione una soluzione definitiva. Sufficiente è, invece, aver rilevato come si diano elementi cui ancorare argomenti che militano a favore della tesi della inconfigurabilità del principio stesso; e come, pertanto, non appaia del tutto peregrino ipotizzare che sia *de jure condito* possibile immaginare una clausola di trascinamento priva di *floor*.

Legittimo, più precisamente, appare ipotizzare che, sulla scorta di disamina del tessuto normativo più approfondita di quella cui è qui stato possibile procedere, sia possibile elaborare percorsi argomentativi utili a giustificare la conclusione secondo cui le parti, all'atto di confezionare la clausola fondante il potere di procedere alla co-vendita da trascinamento, potrebbero fare a meno di prevedere un *floor* senza perciò esporsi al rischio di dover a posteriori misurarsi – diversamente da quanto accade

---

<sup>743</sup> Cfr. A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit., p. 251.

<sup>744</sup> In tal senso, ad altro proposito e per certi versi opposto fine, C. IBBA, cit., spec. p. 153.

oggiorno – con la *unenforceability* della pattuizione per contrasto con un supposto principio di equa valorizzazione<sup>745</sup>.

### 32.3.2. Una possibile soluzione pratica

I dubbi appena sollevati circa la configurabilità del più volte richiamato principio di equa valorizzazione non consentono di ignorare il fatto che, allo stato, sia invece decisamente prevalente, nonostante gli autorevoli tentativi di confutazione di cui è stata fatta nel tempo oggetto, la tesi secondo cui esso sarebbe imperativo e i meccanismi di equa valorizzazione sarebbero, quindi, irrinunciabili.

Il che, nella prospettiva in cui si pone questo scritto, giustifica ed anzi impone la ricerca di soluzioni *medio tempore* utili quantomeno a mitigare l'impatto pratico dell'orientamento corrente: a ricercare, cioè, soluzioni che permettano al *venture capitalist* di evitare di sopportare le conseguenze della previsione di una protezione del valore attuale operante in modo indiscriminato, senza distinzioni tra *trade sales* maligne e benigne. Ciò nell'interesse – si intende – degli operatori economici e dunque nell'ottica di dare supporto al mercato di riferimento.

Al riguardo si impone una premessa: l'imperatività del principio di equa valorizzazione sconsiglia, anzi impedisce, di ricercare tali soluzioni sul piano delle regole pattizie esplicite<sup>746</sup>; e impone, invece, di rinvenirle

---

<sup>745</sup> Lo si ripete, per chiarezza: i privati potrebbero, più precisamente, fare a meno del *floor*, che – come rilevato – è funzione dell'accostamento della co-vendita da trascinarsi ad altre vicende di disinvestimento forzato; e con ciò “disfarsi” della “causa” delle già segnalate inefficienze distributive associate alla previsione dei meccanismi di equa valorizzazione. Nondimeno, resterebbe ferma la necessità di prevedere, giusta la qualificazione della clausola di trascinarsi alla stregua di limite alla circolazione della partecipazione assimilabile alla clausola di mero gradimento, il problema della utilizzabilità del recesso, che è questione su cui si avrà modo di tornare in seguito: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 32.3.3.

<sup>746</sup> Nella prassi, le clausole di trascinarsi spesso contemplano un *floor* di natura volontaria, che individua in un multiplo del valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza il prezzo “minimo” che l'acquirente il quale intenda conseguire il

in un dispositivo di *private ordering* che, siccome ritenuto capace di ristabilire la capacità della relazione contrattuale di autogovernarsi, consente di far formalmente salva la cogenza del sovraordinato principio ma anche di provocare la disapplicazione della protezione eteronoma apprestata dai meccanismi di equa valorizzazione che ne sono il precipitato operativo.

Si allude – lo si intuisce – alla previsione di un diritto di prelazione esercitabile dall'imprenditore a fronte della decisione del *venture capitalist* di procedere alla co-vendita da trascinamento.

### 32.3.2.1. Astratta plausibilità

Muovendo dall'esigenza di preservare, per quanto possibile, la logica di un accordo privato oggetto di puntuale negoziazione tra operatori economici particolarmente sofisticati<sup>747</sup>, già all'indomani della prima giurisprudenza in argomento una attenta dottrina aveva illustrato le ragioni per cui sarebbe stato possibile e desiderabile salvare le clausole di

---

controllo totalitario dell'impresa è tenuto a pagare. La circostanza che, per effetto di una previsione del genere, la co-vendita da trascinamento non possa non essere premiante fa sì che sia in radice inibita la possibilità di una *trade sale* distruttiva di valore e, con essa, l'emersione del presupposto da cui i meccanismi di equa valorizzazione traggono concettualmente, positivamente ed operativamente legittimazione. Dovrebbe logicamente farsene discendere, allora, che non vi sia alcuna seria ragione per difendere la tesi dell'essenzialità dei meccanismi anche in tali situazioni: essi infatti si ridurrebbero a un orpello formale privo di persino di una funzione pratica. Cfr. per taluni utili spunti di riflessione, E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario*, cit., *passim*. Nondimeno, non sembra – sia consentito il tono cautelativo che riflette l'impossibilità di procedere in questa sede agli opportuni approfondimenti tematici – che tale previsione contrattuale sia di per sé sufficiente ad escludere la necessità che la clausola di trascinamento contempli, sempre a pena di nullità, il riferimento al *floor* eteronomo individuato dalla regola sul *design*: dalle prese di posizione di notariato, giurisprudenza e (di quella) dottrina (che lo difende) sembra infatti desumersi che, stante l'asservimento dei meccanismi a funzioni di *downside protection* in favore del sociot trascinato, ssi debbano essere contemplati a prescindere dalla esplicitazione di un altro *floor* volontario, ancorché rinviante a una grandezza maggiore.

<sup>747</sup> Sul punto, in dottrina, particolarmente bene sul punto, A. STABILLINI - M. TRAPANI, cit., p. 988, ma anche p. 999, ove per esempio si sottolinea l'inopportunità di un intervento giudiziale volto a ridefinire, senza conoscerli tanto quanto i privati che lo hanno scritto, i contenuti di un accordo formatosi tra parti sofisticate.

trascinamento che, in alternativa al *floor* e più in generale ai meccanismi di equa valorizzazione, avessero contemplato un diritto di prelazione in favore dell'imprenditore<sup>748</sup>.

La soluzione allora proposta era in astratto sensata<sup>749</sup> e certi approdi pretori sembrerebbero infatti averlo ora indirettamente confermato<sup>750</sup>.

Chiamata – come si è già segnalato – a decidere della validità delle clausole di *Russian roulette*, la giurisprudenza ha infatti tra l'altro escluso che tali clausole debbano per forza contemplare, a pena di nullità, una “*soglia minima*” utile a prevenire che il socio coinvolto nella procedura di *buyout* possa essere costretto a disinvestire a prezzo “scontato”.

Una tale “*soglia minima*” sarebbe giustificabile – ha spiegato la corte – soltanto se “*il socio ... non p[otesse] far altro che subire l'altrui scelta di riscattare*”; mentre non avrebbe alcuna valida giustificazione funzionale in quegli scenari in cui – come appunto è a dirsi per quanto attiene alle ipotesi in cui consti una clausola di *Russian roulette* – al socio

---

<sup>748</sup> Secondo i teorici che non considerano la clausola di trascinamento *tout court* nulla e pertanto non escludono *a priori* la possibilità di un disinvestimento “penalizzante”, il *floor* sarebbe essenziale solo ove non consti un diritto di prelazione ovvero sarebbe sempre e comunque rinunciabile perché sostituibile da rimedi successivi meno invasivi: cfr. per alcuni cenni A. STABILINI - M. TRAPANI, *cit.*, *passim*; ma soprattutto N. DE LUCA, *Validità, cit.*, *loc. ult. cit.*, al quale Autore è da ascrivere il merito di avere elaborato una teoria sul tema della rilevanza del diritto di prelazione nel contesto del dibattito sulla clausola di trascinamento tanto convincente da indurre la giurisprudenza a farla propria. In realtà, una soluzione analoga aveva tempo addietro proposto un'autorevole dottrina per far fronte, in altro contesto, al problema delle liquidazioni volontarie (delle società in cui siano ravvisabili rapporti di “vicinanza” tra i soci, a prescindere dal tipo sociale “formale” e in considerazione di quello “reale”): cfr. M. STELLA RICHTER Jr., *Trasferimento del controllo, cit.* p. 342, ove il rilievo secondo cui “*il contemperamento più logico tra potere del socio di maggioranza di [provocare la liquidazione della società] ed interesse della minoranza ad evitare deliberazioni abusive si dimostra essere quello di riconoscere, in via interpretativa, la possibilità ai soci contrari alla decisione di liquidare la società di evitarne lo scioglimento offrendo di acquistare la partecipazione degli altri soci ad un prezzo pari al valore della loro quota di liquidazione*”, in applicazione di una regola che avrebbe trovato “*il suo fondamento giuridico nella generalissima regola di correttezza nei rapporti sociali*”.

<sup>749</sup> Cfr. C. BIENZ - U. WALZ, *Venture Capital Exit Rights, cit.*, p. 1077, ove si nota come “*one way to overcome [the risk of a value-destroyng sale] is to grant a pre-emptionright to the entrepreneur*”.

<sup>750</sup> Cfr. Trib. Roma, 19 ottobre 2017, *cit.*, *passim*.



si profili “la scelta tra cedere la propria partecipazione ovvero acquisire quella di controparte”<sup>751</sup>.

Pur lasciandosi apprezzare anche per altre ragioni<sup>752</sup>, ai fini che qui più immediatamente rilevano, quella giurisprudenza si colora di pregio perché, dati certi profili di similarità strutturale tra le clausole di *Russian roulette* e le clausole di trascinamento<sup>753</sup>, essa sembrerebbe fornire elementi che, se in futuro non saranno privati di qualsiasi rilievo<sup>754</sup>,

---

<sup>751</sup> *Id.*

<sup>752</sup> Non può infatti non ribadirsi quanto già detto (*supra*, in questo Capitolo, sub § 32.3.1.1), e cioè che un importante merito della corte è stato quello di mettere in discussione, incidentemente ma – per quanto costa – innovativamente, la stessa configurabilità, in seno all’ordinamento, di un principio di equa valorizzazione: cfr. *supra*, Capitolo II, sub § 25.2.3.3.

<sup>753</sup> Il diritto di trascinamento (o, più precisamente, il meccanismo da cui la clausola di trascinamento, comunque configurata, fa dipendere la possibilità di procedere alla co-vendita da trascinamento) combinato al diritto di prelazione dà luogo ad un meccanismo simile alla clausola di *Russian roulette*: una tale combinazione di regole genera infatti un sistema di “*checks and balances*” in grado, almeno sulla carta, di salvaguardare la capacità della relazione di autogovernarsi. Fermi restando i problemi derivanti dall’inefficienza del mercato del credito che non si mancherà di discutere brevemente in seguito (cfr. *infra*, in questo Capitolo, sub § 32.3.2.2), le due situazioni sono sicuramente “speculari” sul piano strutturale, ma non del tutto sovrapponibili sul piano funzionale: infatti, è innegabile che la clausola di trascinamento combinata con un diritto di prelazione tenda a risolvere *primariamente* un problema di efficiente allocazione del controllo dell’impresa proteggendo il diritto dell’imprenditore a conservarne la gestione senza intaccare il diritto del finanziatore a conseguire il premio funzione delle negoziazioni con il terzo acquirente; mentre la clausola di *Russian roulette* è, invece, *primariamente* preordinata a consentire il superamento di una situazione di stallo con modalità tali da assicurare la congrua ripartizione della ricchezza già esistente.

<sup>754</sup> Si noti che – come già segnalato poco sopra (cfr. *supra*, Capitolo II, sub § 25.2.3.3) – nel caso di specie la clausola di *Russian roulette* era inserita in un patto parasociale: anche ammesso che – a dispetto di quanto un’attenta e condivisibile dottrina ha sottolineato (cfr. N. DE LUCA, *Ancora, cit., passim*) – le regole di diritto societario *non* trovino applicazione alle clausole parasociali in quanto spazio per l’estrinsecazione di un’autonomia privata rilevante nell’ottica esclusiva del diritto contrattuale, il tenore del ragionamento elaborato dalla corte è tuttavia tale da rendere tale circostanza del tutto irrilevante, perché si incentra sugli aspetti propriamente funzionali della “soglia minima” di prezzo di cui si sta discutendo nel testo. Ciò nonostante, non è allo stato possibile predire se la natura parasociale della clausola sarà dalla giurisprudenza e, più in generale, dagli interpreti enfatizzata per sminuire la rilevanza delle argomentazioni svolte dalla giurisprudenza romana con riferimento alla clausola di *Russian roulette*, rendendo il ragionamento svolto dalla corte irrilevante nella prospettiva in cui qui ad esso si guarda

potrebbero schiudere le porte a una sensibile attenuazione, pur solo sul piano applicativo e dunque pratico, dell'impatto del *floor*.

Il ragionamento cui la corte ha nel caso di specie affidato la conferma della validità della clausola di *Russian roulette* che non contempli una “soglia minima” infatti riflette, almeno nella sostanza, l'idea che, ove la relazione contrattuale sia soggetta a una disciplina di fonte privata in grado di preservarne la capacità di autogovernarsi, la previsione di un qualsiasi presidio preordinato a soddisfare un bisogno di tutela a quel punto invero non più configurabile sarebbe del tutto superflua.

Sulla scorta di quel ragionamento, potrebbe allora tentarsi di difendere la validità delle clausole di trascinamento che contemplino un diritto di prelazione in favore dell'imprenditore, indipendentemente – è questo il dato che nella prospettiva della soluzione del problema delle inefficienze distributive associate ai meccanismi di equa valorizzazione merita attenzione – dalla circostanza che esse prevedano o non prevedano un *floor*<sup>755</sup>.

Così disegnata, la clausola di trascinamento sarebbe in grado di assicurare, almeno sulla carta<sup>756</sup>, l'autogoverno della relazione contrattuale: all'imprenditore si profilerebbe, infatti, la possibilità di quella “*scelta tra cedere la propria partecipazione ovvero acquisire quella di controparte*” che, per diritto pretorio, sembra oggi giorno sufficiente a rendere superflua la preoccupazione di apprestare una specifica tutela eteronoma e, quindi, la previsione di qualsiasi “*soglia minima*” di prezzo che il *floor* mira ad apprestare.

---

<sup>755</sup> Si noti anche che tale ragionamento, poi risultato applicativamente recessivo, era stato già nuclearmente articolato dalla primissima giurisprudenza chiamata ad occuparsi della questione della validità della clausola di trascinamento: cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25.2.3.3.

<sup>756</sup> In pratica, i limiti operativi della soluzione potrebbero essere importanti: sul punto cfr. *infra*, in questo Capitolo, § 32.3.2.2.

### 32.3.2.2. Pratiche controindicazioni

La soluzione consistente nella previsione di un diritto di prelazione in favore dell'imprenditore si lascia certamente apprezzare (oltre che per le implicazioni teoriche ad essa associate<sup>757</sup>) per la pragmaticità che la caratterizza, in quanto consentirebbe al *venture capitalist* di aggirare, in modo relativamente semplice e a costi tutto sommato trascurabili, una disciplina che – per quanto già rilevato – mal si concilia con la logica che informa la relazione di *business* che trova attuazione in seno alla *venture capital-backed firm*<sup>758</sup>.

Nell'ottica dell'enucleazione di una disciplina che aspiri a bilanciare gli interessi del *venture capitalist* e dell'imprenditore senza però porre l'uno o l'altro in una posizione di ingiustificabile vantaggio<sup>759</sup>, però, non può sottacersi come la soluzione immaginata potrebbe condurre all'emersione di un problema di insufficienza della tutela

---

<sup>757</sup> L'interrogativo dal rilievo teorico che il riconoscimento della possibilità di rinunciare alla protezione apprestata dai meccanismi suscita (e che qui può essere solo enunciato) è, in particolare, il seguente: come si concilia l'inderogabilità della tutela apprestata tramite i meccanismi di equa valorizzazione con la rinunciabilità di tali presidi per effetto di una semplice scelta di *private ordering*? La risposta, nella prospettiva in cui questo scritto si pone, potrebbe essere che, al netto dell'enfasi posta sulla imperatività del principio di equa valorizzazione e sulla conseguente irrinunciabilità della protezione garantita dai meccanismi si stia pian piano prendendo consapevolezza se non della possibilità, quantomeno dell'opportunità, di non spingersi sino al punto di imporre, con modalità paternalistiche e soprattutto con effetti collaterali di non poco momento, una protezione cui una parte, specialmente se sofisticata, potrebbe consapevolmente ritenere opportuno rinunciare (nel proprio egoistico interesse – si noti – a disegnare un contratto efficiente e perciò *a parte subjecti* idoneo, almeno *ex ante*, a massimizzare la complessiva ricchezza comune).

<sup>758</sup> Come si è visto, il principio di equa valorizzazione inderogabile, ancor prima della regola sul *design* che ne è il precipitato operativo, è inderogabile. Nel discorrere, nel testo, di "aggiramento", si allude non all'elusione della disciplina *de qua*, ma all'utilizzo di espedienti utili a prevenirne l'applicazione, secondo quanto già argomentato in precedenza in merito all'esigenza di ricercare sul piano della "disapplicazione" della regola sul *design* le soluzioni che invece sono precluse sul piano di una inconcepibile derogabilità dello stesso – peraltro senza differenze dal punto di vista pratico.

<sup>759</sup> Cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* §§ 19 ss., ove una breve discussione sulle ideali finalità dell'intervento regolatorio.

apprestata in favore dell'imprenditore e, quindi, generare altre e non meno tollerabili inefficienze<sup>760</sup>.

In particolare, se si dimostrasse o – come la giurisprudenza sembra fare – quantomeno si assumesse che il mercato del credito o più probabilmente del *venture capital* (e più in generale del *private equity*) “secondario” sono in grado di funzionare efficientemente, il diritto di prelazione, già in grado – per quanto rilevato – utile ad evitare che il *venture capitalist* debba sempre e comunque soggiacere alla regola sul *design*, sarebbe altresì in grado di proteggere l'imprenditore dalle conseguenze di eventuali scelte opportunistiche del *venture capitalist*: a fronte di una *trade sale* distruttiva di valore, infatti, l'imprenditore potrebbe prontamente procedere al *buyout* del *venture capitalist* e salvaguardare l'indipendenza dell'impresa nella prospettiva di generare ulteriore valore.

Tuttavia, se invece si dimostrasse o quantomeno si assumesse che quei mercati non sono perfettamente efficienti e, proprio perciò, si ammettesse che l'imprenditore potrebbe nella realtà venire a trovarsi nella situazione di non poter attingere al credito o fare affidamento sull'aiuto di alcun “cavaliere bianco” nonostante l'entità del valore ancora racchiuso nell'impresa, la soluzione incentrata sulla previsione del diritto di prelazione, pur continuando ad essere un espediente per diritto pretorio utile a prevenire un giudizio di nullità della clausola di trascinarsi per violazione della regola sul *design*, potrebbe generare effetti negativi di non poco momento proprio per l'imprenditore<sup>761</sup>: a

---

<sup>760</sup> Derivanti da cause che non postulano per forza quella collusione di cui la dottrina ha già parlato: cfr., sul punto, A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit., p. 252, ove si prospetta lo scenario in cui il socio di maggioranza trascinante e il terzo acquirente “decidono di agire collusivamente per liberarsi di un minoritario scomodo, detentore di una minoranza relativamente esigua, essi ben potranno convenire di fissare a un livello molto elevato ... il prezzo unitario (simulato) di tutte le azioni e quindi anche di quelle trascinande”, con la conseguenza di “togliere al minoritario l'utilità pratica del diritto di prelazione, a quel prezzo non sarebbe più razionale esercitare per il 100% del capitale”.

<sup>761</sup> Se l'imprenditore che autonomamente non disponga di sufficienti risorse finanziarie non potesse accedere a fonti esterne di finanziamento, si creerebbe una situazione tale per cui, pur volendo in astratto acquistare la partecipazione del *venture capitalist*, ciò sarebbe in concreto impossibile. Di conseguenza, a fronte di una *trade sale* distruttiva di valore, egli sarebbe semplicemente impotente e, almeno ove si ammetta – come proposto nel testo – che il diritto di prelazione sia alternativo al floor –

fronte di *trade sales* distruttive di valore di carattere opportunistico, infatti, questi non potrebbe far altro che reagire tentando di provocare, l'accertamento della violazione dei doveri fiduciari gravanti sul *venture capitalist* in qualità di socio trascicante<sup>762</sup>.

### 32.3.2.3. Possibile insufficienza

Pur al netto di ogni considerazione in merito all'efficacia del diritto di prelazione quale strumento in grado di tutelare efficacemente l'imprenditore, la circostanza che la previsione del diritto di prelazione in favore dell'imprenditore possa forse consentire al *venture capitalist* di provocare la disapplicazione della regola sul *design* potrebbe tuttavia non essere sufficiente a porre la logica della relazione contrattuale intrattenuta con l'imprenditore al riparo da qualsiasi possibile alterazione derivante da un intervento regolatorio eteronomo volto a tutelare sempre e comunque il valore attuale della partecipazione dell'imprenditore.

Distorsioni distributive identiche a quelle osservabili per effetto della previsione dei meccanismi di equa valorizzazione potrebbero infatti scaturire da qualsiasi altro presidio, comunque eventualmente denominato e *de iure condito* giustificabile, che consenta all'imprenditore di conseguire le utilità racchiuse nella propria partecipazione in modo indiscriminato: ci si riferisce - in particolare - al diritto di recesso che, nell'impostazione di quegli interpreti che hanno ritenuto di assimilare la clausola di trascinamento alla clausola di mero gradimento, sarebbe condizione di efficacia della clausola inserita nello

---

di fatto privo di tutela (che non sia quella rappresentata dall'attivazione dei doveri fiduciari del *venture capitalist* in qualità di socio trascicante). Il problema è evidentemente analogo a quello che si pone allorquando, nel contesto di una procedura di *buyout* attivabile sulla scorta di una clausola di *Russian roulette* uno dei due soci si trovi in una situazione di minorazione finanziaria di cui il *venture capitalist* sia a conoscenza: in cui, cioè, emerga la situazione di "*financial asymmetry*" cui si riferiscono C.M. LANDEO - K.E. SPIER, *cit.*, pp. 163 ss.

<sup>762</sup> Che a sua volta presenta non trascurabili criticità: cfr. *infra*, in questo Capitolo, *sub* § 32.4.

statuto di una s.p.a. stessa ovvero addirittura esercitabile dal socio di s.r.l.-

L'efficacia pratica della soluzione incentrata sulla previsione di un diritto di prelazione (così come della soluzione che postula il superamento del principio di equa valorizzazione e consente di fare a meno del *floor*) dipende, allora, anche dal superamento della qualificazione della clausola di trascinamento come limite alla circolazione della partecipazione di tipo speciale: infatti, se fosse in qualsiasi modo possibile aggirare la regola sul *design* nella misura in cui prescrive il *floor*, ma si muovesse dalla qualificazione della clausola di trascinamento come limite alla circolazione, l'imprenditore godrebbe comunque di una tutela nella sostanza analoga a quella apprestata dal *floor*, con tutte le conseguenze del caso.

Si impone allora di verificare se, ammesso che – per quanto già detto – la derogabilità del principio di equa valorizzazione consenta di fare a meno del *floor* o che possa quantomeno sostituirvisi un diritto di prelazione, sia possibile anche escludere la qualificazione della clausola di trascinamento come limite alla circolazione analogo alla clausola di mero gradimento e, con ciò, evitare che all'imprenditore sia, non più in virtù del *floor* ma del recesso, fatta comunque possibilità di ottenere tutela indiscriminata del valore attuale della propria partecipazione.

### 32.3.3. Limite “speciale” alla circolazione della partecipazione e recesso

Dalle già illustrate prese di posizione del notariato in merito alla qualificazione della clausola di trascinamento (in sé e per sé<sup>763</sup>) come limite alla circolazione della partecipazione di tipo analogo alle clausole di gradimento e di prelazione impropria discende che l'imprenditore, ove

---

<sup>763</sup> Dunque a prescindere dalla previsione del diritto di prelazione in favore dell'imprenditore, che ovviamente inciderebbe sulla libertà di disporre della partecipazione da parte del *venture capitalist*, non di certo dell'imprenditore, la cui libertà di disporre della propria partecipazione non sarebbe in alcun modo alterata dalla previsione in suo favore del diritto di prelazione.

pure per qualsiasi ragione non benefici della tutela apprestata dai meccanismi di equa valorizzazione, potrebbe comunque beneficiare di una tutela funzionalmente equipollente, quale quella scaturente dalla fruibilità del diritto di recesso *ex contractu* o *ex lege* riconosciuto ai soci, rispettivamente di una s.p.a. e di una s.r.l., in presenza di certi tipi di limiti alla circolazione della partecipazione<sup>764</sup>.

Muovendo dalla tesi secondo cui la *ratio* della disciplina dei limiti alla circolazione governerebbe, oltre alle clausole che “*che impediscono al socio di cedere la sua partecipazione*”, anche le clausole “*che pongono al socio che intende uscire dalla società mediante cessione della partecipazione l'alternativa tra cedere per un corrispettivo significativamente inferiore a quello che il legislatore considera ‘giusto’ ... ovvero dovere rimanere in società senza potersi “liberare” del vincolo sociale*”<sup>765</sup>, il notariato – come si è visto<sup>766</sup> – aveva tempo addietro esteso la disciplina espressamente prevista per la clausola di mero gradimento anche alla clausola di prelazione impropria. A giustificazione di tale scelta si era allora rilevato come, pur di non conseguire utilità inferiori a quelle conseguibili sul mercato, il socio intenzionato a disinvestire avrebbe infatti potuto risolversi nel senso di “autoimprigionarsi”: un esito nella pratica non dissimile da quello osservabile nelle ipotesi in cui non possa procedere al disinvestimento per carenza del gradimento.

Argomentazioni parzialmente analoghe e conclusioni identiche il notariato ha poi svolto e rassegnato – e se ne è già detto – anche con riferimento alla clausola di trascinamento, che non differirebbe dalle altre clausole già menzionate in quanto a ben vedere, in base a quell'impostazione, anche il socio trascinato verrebbe a trovarsi nella condizione di dover “*cedere [la partecipazione] per un corrispettivo*

---

<sup>764</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 31.1. Per comodità si è omesso il riferimento all'obbligo di riacquisto alla cui previsione, alternativamente al diritto di recesso, la legge subordina l'efficacia della clausola di mero gradimento contenuta nello statuto di una s.p.a.: sull'equivalenza dei due presidi, cfr. L. STANGHELLINI, *Sub art. 2355-bis c.c., cit.*, pp. 578 ss.

<sup>765</sup> *Id.*

<sup>766</sup> Cfr. per i dettagli del ragionamento, *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 31.1.

*significativamente inferiore a quello che il legislatore considera ‘giusto’*  
...<sup>767</sup>.

Tali argomentazioni però non convincono appieno: opinabile, in particolare, è l’idea che i presupposti da cui il legislatore ha fatto dipendere l’assoggettamento della clausola di mero gradimento ad una certa disciplina possano dirsi sussistenti anche nel caso in cui consta una clausola di trascinamento.

A legittimazione di tali conclusioni nel prosieguo si espone un ragionamento che articola nei seguenti passaggi: dapprima si illustra il fondamento della disciplina della clausola di mero gradimento e si riconosce la plausibilità della scelta del notariato di estenderne il perimetro applicativo al punto da farvi ricadere anche le clausole di prelazione impropria; a seguire, si evidenzia come sia invece improponibile replicare un ragionamento analogo anche con riferimento alle clausole di trascinamento e si illustrano le possibili ragioni per cui il notariato ha invece ritenuto di poter pervenire a conclusioni diverse; infine, si ammette, pur senza prendere posizione al riguardo, che non sarebbe inconcepibile qualificare la clausola di trascinamento come mero limite alla circolazione della partecipazione.

#### 32.3.3.1. Clausole di mero gradimento e “imprigionamento”

In dottrina esiste un generalizzato consenso sul fatto che, nel tentativo di intervenire nel lungo dibattito concernente la clausola di gradimento<sup>768</sup> apprestando una disciplina che fosse in grado di dare spazio all’autonomia privata senza però rinunciare a “*fornire le*

---

<sup>767</sup> Per una più puntuale illustrazione delle prese di posizione del notariato sul punto (anche per la contestualizzazione dei virgolettati ora riprodotti nel testo), cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25.2.1; e, per una breve analisi, cfr. ancora *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 31,1).

<sup>768</sup> Per una esaustiva sintesi di quel dibattito, cfr., su tutti L. STANGHELLINI, *I limiti, cit.*, pp. 36 ss.; e, prima nel tempo, D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio, cit.*, pp. 12 ss. e 35 ss.



*necessarie garanzie ai soci e ai terzi*<sup>769</sup>, il legislatore abbia fatto la clausola di mero gradimento oggetto di una regolamentazione specifica al fine di garantire al socio, in linea con la tendenziale assolutezza del principio di libera trasferibilità della partecipazione<sup>770</sup>, la possibilità di disinvestire anche ove non consti il gradimento del soggetto al quale è per regola privata fatto potere di porre il veto sull'operazione di trasferimento della propria partecipazione: di evitare, da altro punto di vista, che il disinvestimento di un socio dipenda, all'estremo, dal "capriccio" di un altro soggetto<sup>771</sup>.

È – come noto – proprio per queste ragioni che il legislatore ha stabilito che, pur sulla base di presupposti parzialmente diversi, tanto il socio di una s.p.a. quanto il socio di una s.r.l. nel cui statuto sia contenuta una clausola di mero gradimento possa contare su presidi in grado di porlo comunque nella condizione di poter comunque disinvestire e, in definitiva, sfuggire al rischio di qualsiasi imprigionamento<sup>772</sup>.

---

<sup>769</sup> Così, la relazione ministeriale di accompagnamento al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, ora reperibile anche in M. VIETTI - F. AULETTA - G. LO CASCIO - U. TOMBARI - A. ZOPPINI (a cura di), *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, Milano, Giuffrè, pp. LI-2766, p. 218 (sub art. 2355-bis).

<sup>770</sup> L'insegnamento ha carattere manualistico: cfr., su tutti, F. FERRARA Jr., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, XXIII-1107, spec. pp. 442 e 948, con riferimento, rispettivamente, alle azioni e alle quote. Per gli opportuni approfondimenti, cfr., d'altro canto, C. ANGELICI, La circolazione della partecipazione azionaria, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*. Vol. II.1, Torino, UTET, 1991, pp. 99 ss.

<sup>771</sup> Cfr., per esempio, S. GATTI, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d.lgs. n. 6 del 2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 1 ss., spec. p. 7, ove la notazione secondo cui obiettivo dell'intervento regolatorio sarebbe quello di coniugare la possibilità di prevedere "limitazioni alla circolazione [della partecipazione] contemperan[dole però] con il riconoscimento di una possibilità di disinvestire che non sia soggetta al libito del gruppo di comando".

<sup>772</sup> In argomento, cfr., *ex multis*, L. STANGHELLINI, Sub art. 2355-bis c.c., *cit.*, *passim*; e D. GALLETTI, Sub art. 2469 c.c., in P. BENAZZO - S. PATRIARCA (a cura di), *Codice commentato delle s.r.l.*, Torino, Utet, 2006, pp. XVI-526, pp. 148 ss.; ma anche, per ulteriori riflessioni, M. MALTONI, *La clausola di mero gradimento "all'italiana"*, in *Riv. not.*, 2004, I, p. 1377 ss.; S. D'AGOSTINO, *Clausola di gradimento e acquisto di quote proprie nella S.r.l.: analisi di un caso concreto*, in *Società (Le)*, 2004, pp. 1202 ss.; D. CORAPI, *Clausola di mero gradimento e clausole di prelazione dopo la riforma societaria*, *ivi*, 2005, p. 831 ss.; e V. SALAFIA, *Clausola di gradimento nella circolazione di azioni e quote di s.r.l.*, *ivi*, 2006, pp. 1078 ss.

Il notariato ha però poi ritenuto di poter assoggettare a un identico regime anche le clausole di prelazione impropria<sup>773</sup>. Ciò in quanto, pur non essendo di per sé idonea a provocare un imprigionamento, tale altra regola privata potrebbe generare dinamiche da porre il socio che intende disinvestire di fronte all'alternativa tra il restare in società e il disinvestire a prezzo "scontato", con la conseguenza che questi, siccome razionalmente non disposto a conseguire utilità inferiori a quelle conseguibili sul mercato, potrebbe, pur di sottrarsi alle conseguenze della svendita cui sarebbe altrimenti tenuto a procedere, decidere di "auto-imprigionarsi"<sup>774</sup>.

Se osservate da questo punto di vista, clausola di mero gradimento e clausola di prelazione impropria sembrerebbero allora simili, perché in effetti entrambe idonee, pur operando con modalità parzialmente diverse, a privare il socio della possibilità di liberamente autodeterminarsi nel senso di sciogliere il vincolo associativo, ossia ad esporlo, direttamente o indirettamente, al rischio di un imprigionamento o, a seconda dei casi, di un auto-imprigionamento: rischi nella sostanza identici e, nella prospettiva in cui il legislatore guarda a tali situazioni, entrambi da neutralizzare<sup>775</sup>.

Lo specifico profilo di problematicità di tali scenari in considerazione del quale il legislatore ha enucleato una certa disciplina è dunque rappresentato esclusivamente dalla circostanza che il socio

---

<sup>773</sup> In argomento cfr., *ex multis*, L. RUGGERI, *La clausola di prelazione "impropria"*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, II, pp. 55 ss.; E G. PAOLUCCI, *Società a responsabilità limitata e clausola di prelazione impropria*, in *Giur. comm.*, 1999, II, pp. 151 ss.

<sup>774</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 31.1. A conclusioni analoghe, ma sulla scorta di un ragionamento che muove dal parallelo tra clausola di mero gradimento e clausola di riscatto perviene M.L. VITALI, *cit.*, pp. 234 ss.

<sup>775</sup> Cfr. su tutti L. STANGHELLINI, *Sub art. 2355-bis, cit.*, p. 577, ove l'esplicito riconoscimento della correlazione tra enucleazione di una disciplina *ad hoc* per la clausola di mero gradimento e rischio di imprigionamento del socio. In senso analogo, anche M. VENTORUZZO, *Recesso*, pp. 146-147, ove, con riferimento alla disciplina della s.p.a., si rileva come tale "*disposizione – onde evitare che il socio possa divenire prigioniero del proprio investimento – subordina l'efficacia di tali clausole alla condizione che, in caso di diniego del gradimento, [il socio] che intendeva cedere la propria partecipazione possa recedere dalla società o alienare le azioni alla società o agli altri soci*".

potrebbe trovarsi in una posizione tale da non poter o voler disinvestire e quindi dovere, nell'uno come nell'altro caso, restare "prigioniero" della società: ciò è evidente non soltanto con riferimento alle ipotesi in cui consti una clausola di mero gradimento, ma anche con riferimento alle ipotesi in cui consti una clausola di prelazione impropria, la cui attrazione nel perimetro applicativo della disciplina prevista per le prima non si spiega certo in ragione dell'esigenza di neutralizzare il rischio che il socio possa essere indotto a procedere ad un disinvestimento a sconto, ma in ragione della necessità di evitare che il socio, pur di rinunciare a una parte della propria ricchezza, si risolva nel senso di non disinvestire.

Nella prospettiva della giustificazione dell'estensione del perimetro applicativo della disciplina in discorso alle clausole di prelazione impropria è dunque del tutto irrilevante la circostanza che esse possano creare un problema di congruità del prezzo: più precisamente, tale problema non rilevarebbe in sé e per sé, ma solo in quanto causa efficiente di una decisione – quella del socio di non disinvestire e restare in società – cui l'ordinamento guarda con dichiarato sfavore.

È allora – ed il dato merita di essere enfatizzato – sempre all'imprigionamento, involontario o volontario che esso sia, che il legislatore, anche quando nell'interpretazione della disciplina della clausola di mero gradimento fornita dal notariato sembra tutelare il socio dal rischio di un disinvestimento a sconto, vuole prevenire.

#### 32.3.3.2. Clausole di trascinamento e "imprigionamento"

Anche muovendo dall'accettazione della tesi secondo cui la *ratio* della disciplina concernente la clausola di mero gradimento si presterebbe a una così ampia ricostruzione, non ci si può esimere dal chiedersi se sia condivisibile la scelta di ricondurre nel perimetro di applicazione di quella disciplina anche quelle regole private che, lungi dal poter astrattamente generare un qualsiasi effetto di imprigionamento o auto-imprigionamento, fondano invece un potere che, al di là delle variazioni contenutistiche che esso può esibire e delle denominazioni

impiegate per individuarlo, è strumentale a provocare proprio l'effetto opposto, cioè il disinvestimento.

Più precisamente e più concretamente, non ci si può non chiedere se sia condivisibile il tentativo di assoggettare a una disciplina che trova la propria *ratio* nell'esigenza di neutralizzare il rischio dell'imprigionamento o auto-imprigionamento del socio al fine ultimo di tutelarne la libertà di disinvestire anche clausole che fondano il potere di riscattare la partecipazione di un altro socio, un analogo potere di *call* in relazione alla medesima partecipazione ovvero anche il potere di provocare la co-vendita da trascinamento.

In costanza di vigenza del diritto societario pre-riforma la questione era stata già affrontata – come noto – con precipuo riferimento alle clausole di riscatto e alle clausole contemplanti un potere di *call*. Al riguardo si era pervenuti alla conclusione che esse non avrebbero potuto essere considerate limiti alla circolazione della partecipazione in quanto, lungi dall'intaccare la libertà di trasferimento della partecipazione, avrebbero dovuto considerarsi preordinate ad attribuire in capo a un socio (o, secondo taluni, anche in capo alla società) un diritto potestativo che, se esercitato, avrebbe *agevolato* la circolazione della partecipazione<sup>776</sup>.

Ragionamento sostanzialmente analogo è più di recente stato convincentemente riproposto anche con riferimento alle clausole di trascinamento, cui infatti si guarda da più parti come a pattuizioni non riconducibili al novero dei limiti alla circolazione della partecipazione, in quanto – si sottolinea – esse sono strumentali non già a limitare, ma a

---

<sup>776</sup> Cfr., su tutti, L. STANGHELLINI, *I limiti*, cit., pp. 78 ss. spec. pp. 78 e 82, ove, rispettivamente, il rilievo secondo cui, “[b]enché sia frequentemente accomunata alle clausole limitative della circolazione delle partecipazioni e con esse sia stata talvolta confusa, la clausola di riscatto ha una natura essenzialmente diversa”, caratterizzandosi per struttura e modalità di funzionamento tali che essa “non è destinata ad operare a fronte di un trasferimento della partecipazione sociale, limitandone l'efficacia verso la società, ma ha piuttosto l'effetto simmetrico, cioè quello di imporre un trasferimento della partecipazione anche in assenza di una manifestazione attuale di volontà da parte del titolare”, di guisa che – si conclude – “[l]a clausola di riscatto non è dunque un limite alla circolazione ..., ma è piuttosto un impulso a essa”. Nel senso che la clausola di riscatto non costituisce, per ragioni analoghe a quelle appena rilevate, un limite alla circolazione delle partecipazioni cfr. peraltro già prima anche L. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, cit., pp. 43 ss. e 116 ss.

facilitare il trasferimento della partecipazione<sup>777</sup>, di cui anzi accrescerebbero le *chances* di circolazione in ragione dell'inclusione, tra i potenziali acquirenti, di quelli interessati unicamente al conseguimento del controllo totalitario: la clausola di trascinamento regolerebbe la *circolazione* della partecipazione, nel senso non già di porre condizioni al trasferimento di essa, ma nel senso di definire le regole del *disinvestimento* dalla società<sup>778</sup>.

A ciò si aggiunga che, invero, ove pure si intenda enfatizzare il dato per cui dopo la *denuntiatio* l'imprenditore è impossibilitato a disinvestire<sup>779</sup>, tale situazione sarebbe – e si tratta di un elemento decisivo – non già di un *imprigionamento stabile* nel tempo perché *alternativo* al disinvestimento; ma di un *imprigionamento temporaneo* e

---

<sup>777</sup> Se le clausole di trascinamento rappresentino o meno un limite alla circolazione della partecipazione è questione – come noto – ampiamente dibattuta. Prevalente, almeno in letteratura, sembra però essere la tesi negativa: cfr. per esempio V. SANGIOVANNI, *cit.*, p. 698, ove il rilievo secondo cui “*il fine perseguito è generalmente quello di facilitare la loro circolazione. Le clausole di co-vendita servono soprattutto a evitare che una delle due partecipazioni interessate – se considerata singolarmente – non riesca a essere venduta. Esse servono altresì a garantire un migliore ritorno economico in caso di vendita congiunta delle partecipazioni rispetto a quanto succederebbe se le partecipazioni venissero cedute singolarmente*”; ma anche e soprattutto N. DE LUCA, *Ancora, cit.*, p. 68, ove il rilievo secondo cui “*... incerto è ... se costituisca limite alla trasferibilità [della partecipazione] la soggezione all'altrui diritto potestativo ... tipico del[la clausola] di trascinamento, ove questa soggezione non impedisca di per sé la libera circolazione della partecipazione*”, mentre, secondo lo stesso Autore, certamente dovrebbe escludersene la riconduzione all'ambito di applicazione dell'art. 2355-bis c.c. Non mancano, tuttavia, autorevoli voci in senso contrario: cfr. su tutti G. SBISÀ, *cit.*, p. 637, secondo il quale Autore “*... non è agevole contestare che costituisce un vincolo alla circolazione anche la clausola di [trascinamento], in quanto impedisce il mantenimento dell'investimento o l'alienazione ad altri quando un socio ha comunicato l'offerta di un diverso acquirente*”.

<sup>778</sup> In tal senso, perentoriamente, A. VICARI, *Sui doveri, cit.*, pp. 920-921, ove a conclusione di un ragionamento volto a sottolineare come la clausola di trascinamento favorisca e non ostacoli la circolazione della partecipazione del socio trascinato, si rileva che “[i]n definitiva, l'interesse tutelato dalla clausola è sempre l'interesse di tutti i soci in quanto tali alla massimizzazione del valore delle partecipazioni sociali” e “*contrariamente a quanto solitamente si ritiene, ... la clausola [di trascinamento] non è, a rigore, una clausola disciplina le condizioni di circolazione delle partecipazioni (come è per le clausole di mero gradimento), ma una clausola che regola le condizioni di investimento e disinvestimento nella società (in questo senso la stessa si avvicina maggiormente alle previsioni in materia di deadlock e alle opzioni di acquisto e di vendita)*”.

<sup>779</sup> Cfr. nuovamente G. SBISÀ, *cit.*, *loc. ult. cit.*

per di più *strumentale* proprio al disinvestimento: di una condizione, dunque, evidentemente diversa, già sul piano meramente naturalistico, da quella cui l'ordinamento ha guardato all'atto di enucleare la disciplina concernente la clausola di mero gradimento e che, successivamente, il notariato ha enfatizzato all'atto di assoggettarvi anche la clausola di prelazione impropria.

Non ponendo in alcun caso quei problemi di imprigionamento o auto-imprigionamento le clausole di trascinamento non possono essere assoggettate alla medesima disciplina prevista per le clausole di mero trascinamento e, per estensione, per le clausole di prelazione impropria: quelle non possono cioè essere considerate limiti alla circolazione della partecipazione nello stesso senso in cui lo sono queste.

Se i rilievi che precedono sono corretti, può allora farsene discendere che l'efficacia di una clausola di trascinamento inserita nello statuto di una s.p.a. non è subordinata alla previsione di alcun correttivo; e che la circostanza che nello statuto di una s.r.l. consti una clausola di trascinamento non è di per sé dato sufficiente a giustificare l'esercizio del diritto di recesso.

### 32.3.3.3. Una possibile spiegazione della tentata equiparazione

Il tentativo di ricondurre la clausola di trascinamento nel novero dei limiti alla circolazione che trovano nella clausola di mero gradimento l'esempio paradigmatico suggerisce d'altro canto anche di interrogarsi sulle ragioni ultime per cui si possa essere pervenuti alla criticata operazione: ragioni che possono forse rinvenirsi nella apparente preoccupazione degli interpreti di rimediare a un rischio che in effetti si pone in termini finali indifferenziati sia ove consti una clausola di prelazione impropria, sia ove consti una clausola trascinamento: il rischio che il socio trascinato possa essere costretto a disinvestire a un prezzo che non riflette il valore della propria partecipazione.

Un attento esame del ragionamento svolto dal notariato risulta infatti in grado di svelare come sia proprio il problema del "depauperamento" del socio che intenda disinvestire o che disinveste a

rilevare: pur non certo determinante nella prospettiva della enucleazione della disciplina enucleata dal legislatore con riferimento alla clausola di mero gradimento, il detto problema è però divenuto, dapprima, circostanza indirettamente rilevante nella prospettiva della giustificazione dell'equiparazione tra clausola di mero gradimento e clausola di prelazione impropria; e, poi, circostanza direttamente rilevante e addirittura determinante ai fini della giustificazione dell'equiparazione tra clausola di trascinamento e clausola di prelazione impropria e, quindi e in definitiva, dell'assoggettamento della clausola di trascinamento a una disciplina espressamente concernente soltanto la clausola di mero gradimento.

In altri termini, la ragione della qualificazione della clausola di trascinamento come limite alla circolazione analogo alla clausola di mero gradimento sembrerebbe essere funzione di un possibile equivoco verificatosi in sede di ricostruzione delle finalità della disciplina sui limiti alla circolazione della partecipazione che nella clausola di mero gradimento trovano il proprio paradigma: infatti, (i) rinvenutosi nel rischio di imprigionamento il problema principale cui, nel caso in cui consti una clausola di mero gradimento, la disciplina legale intende porre rimedio, da un lato; e (ii) acclaratosi che, nel caso in cui consti una clausola di prelazione impropria, potrebbe emergere un problema analogo a causa del possibile abbattimento del prezzo derivante dalle modalità di funzionamento della clausola stessa, dall'altro lato; si è (iii) concluso che una disciplina analoga possa essere utilmente invocata anche per governare i problemi associati a una clausola – come in particolare è a dirsi per la clausola di trascinamento – il cui funzionamento sia tale da poter incidere sulle utilità che il socio potrebbe conseguire, a prescindere – si intende – dalla circostanza che a tali dinamiche consegua o non consegua l'imprigionamento del socio.

Tale incedere argomentativo finisce però per identificare il presupposto di applicazione della disciplina legale non più – come stabilito dal legislatore e dallo stesso notariato riconosciuto – nel fatto dell'imprigionamento del socio, da evitare perché in contrasto con il principio di libera trasferibilità della partecipazione sociale; ma nel ben diverso fatto della sussistenza del rischio che il socio, pur certamente potendo disinvestire e perciò non potendo restare prigioniero della società, sia costretto a procedere a un disinvestimento a sconto.

A ben vedere, però, una così radicale eterogenesi dei fini della disciplina concernente la clausola di mero gradimento non potrebbe dirsi accettabile se non a condizione di sacrificarne la logica più intima, che – come si è visto – si alimenta solo ed esclusivamente dell’esigenza di prevenire i suddetti fenomeni di imprigionamento.

#### 32.3.3.4. Un limite alla circolazione “mero”?

Le conclusioni cui si è pervenuti in merito alla possibilità di considerare la clausola di trascinamento alla stregua di un limite alla circolazione della partecipazione sociale tanto speciale quanto la clausola di mero gradimento o, per estensione, quanto la clausola di prelazione impropria non implicano, d’altro canto, che debba anche escludersi anche che la clausola di trascinamento possa essere qualificata come “mero” limite alla circolazione della partecipazione: ossia alla stregua di limiti alla circolazione della partecipazione che dipendano, per la s.p.a., dalla previsione di “*particolari condizioni*” e che, però, non si traducano nell’intrasferibilità o nella trasferibilità condizionata al mero gradimento dei soci o della società; o, per la s.r.l., da “*disposizioni ... dell’atto costitutivo*” utili ad alterare il generale regime di circolazione della quota applicabile in via di *default* ma che non siano tali da sancirne l’intrasferibilità o la trasferibilità condizionata al mero gradimento dei soci, della società o di terzi<sup>780</sup>.

Al riguardo, non può in prima battuta farsi a meno di ribadire quanto già affermato in precedenza: e, cioè, che le clausole di trascinamento non sembrano limitare la libertà *positiva* del socio di disporre della propria partecipazione; ciò, nel senso che, in sé e per sé considerate<sup>781</sup>, non sembrano precludergli di disporre liberamente della

---

<sup>780</sup> A conclusioni praticamente analoghe si perverrebbe peraltro anche se, ammesso che le clausole di trascinamento siano da considerare come clausole di mero gradimento, se ne limitasse la durata nel tempo: anche in tali frangenti, infatti, non sarebbe necessario prevedere, per la s.p.a., o possibile esercitare, per la s.r.l., alcuno dei noti correttivi.

<sup>781</sup> E dunque, come si è già in premessa rilevato, a prescindere dalla previsione del diritto di prelazione: cfr. *supra*, nt. 746.



propria partecipazione, semmai – come già rilevato – governando le condizioni del disinvestimento.

Non può, però, neppure farsi a meno di prendere atto del fatto che – come di recente si è autorevolmente affermato – la clausola di trascinarsi potrebbe in effetti essere idonea ad incidere sulla libertà del socio di non trasferire la propria partecipazione<sup>782</sup> – ad intaccare, cioè, la libertà *negativa* di trasferimento del socio.

Allo stato non è affatto chiaro, in realtà, se la disciplina vigente dia rilievo anche alle regole private che, pur non intaccando la libertà positiva di trasferimento della partecipazione, siano comunque idonee a menomare quella negativa: se, cioè, sia possibile interpretare la disciplina concernente i limiti alla circolazione della partecipazione come strumento di tutela della libertà di trasferimento della partecipazione sociale in tutte le sue sfaccettature<sup>783</sup>.

Certo è, invece, che, ove pure si aderisse a tale impostazione<sup>784</sup> e si dimostrasse che l'ordinamento consente quell'esito, potrebbe al più

---

<sup>782</sup> Cfr. su tutti G.A. RESCIO, *Regolamentazione, cit., passim*. Cfr. però, assai prima nel tempo, anche L. STANGHELLINI, *I limiti, cit.*, p. 87, ove il rilievo, pertinente pur se formulato tempo addietro e con riferimento alla clausola di riscatto, secondo cui “[e]sistono poi figure di clausole statutarie che, pur avendo ad oggetto la circolazione delle partecipazioni sociali, hanno tuttavia natura del tutto diversa da quella dei limiti statuari alla circolazione”: rilievo che – se non ci si inganna – in certo senso prefigura la scissione tra libertà positiva e libertà negativa di trasferimento della partecipazione ora richiamata dalla dottrina citata proprio per spiegare come limiti alla circolazione che sarebbero tali non già perché impediscono il trasferimento, ma perché sono ad esso propedeutici. Cfr. anche, per ulteriori spunti di riflessione, M. PERRINO, *Le tecniche, cit.*, p. 355.

<sup>783</sup> Oltre a G.A. RESCIO, *Regolamentazione, cit., passim*, cfr. più di recente, A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari, cit.*, pp. 239-241, spec. p. 241, ove, a conclusione di un articolato ragionamento, la conclusione secondo cui “sembra preferibile la [tesi] che ravvisa nell'introduzione della clausola un'incidenza restrittiva sul diritto 'pre-modifica' del socio ... di avvalersi del regime ordinario di circolazione della propria partecipazione fino all'ultimo secondo in cui egli [ne] rimanga titolare ...”, di guisa che “... l'introduzione della clausola di trascinarsi che non era presente nello statuto originario modifica ex nunc il potere negoziale dei minoritari sui propri titoli e in questo senso legittima l'esercizio del recesso, in piena coerenza con la filosofia in tema di recesso adottata dal legislatore della riforma”.

<sup>784</sup> Come sembra per esempio fare Trib. Milano, 31 marzo 2008, cit., ove si parla della clausola di trascinarsi come di un accordo “volto a disciplinare la circolazione delle partecipazioni azionarie”.

farsene discendere una qualificazione della clausola di trascinamento come mero limite alla circolazione della partecipazione. Pur eventualmente rilevante nell'ottica prospettiva della configurabilità del diritto di recesso ai soci (di società per azioni) che non abbiano votato in favore della deliberazione che ha disposto la modifica statutaria *durante societate*<sup>785</sup>, tale qualificazione sarebbe invece del tutto rilevante nella prospettiva che qui interessa: prospettiva che è quella dell'isolamento, dell'apprezzamento e, nei limiti del possibile, del superamento delle disfunzionalità scaturenti dalla applicazione di quelle discipline che, apprestando in favore dell'imprenditore presidi di indiscriminata tutela del valore attuale della propria partecipazione, potrebbero generare indesiderabili inefficienze.

#### 32.4. I doveri fiduciari

La ricostruzione dei doveri fiduciari del socio trascicante delineata dalla giurisprudenza arbitrale e dalla dottrina è in linea di massima condivisibile, in quanto verosimilmente in grado, nei suoi fondamentali lineamenti, di ovviare alle conseguenze delle condotte sleali di un

---

<sup>785</sup> In giurisprudenza, si è affermato che l'inserimento della clausola di trascinamento a semplice maggioranza sarebbe possibile, pur se a condizioni parzialmente diverse, sia con riferimento alla s.r.l., sia con riferimento alla s.p.a.: cfr., rispettivamente, Trib. Milano 25 marzo 2011, *cit.*, che subordina l'introduzione alla previsione dei meccanismi di equa valorizzazione e al consenso del socio titolare della partecipazione che potrebbe essere fatta oggetto della co-vendita da trascinamento; e Trib. Milano, 22 dicembre 2014, *cit.*, che richiede invece soltanto la previsione dei meccanismi di equa valorizzazione. Certamente l'accostamento alla liquidazione e, ora, anche ad altre operazioni suscettibili di essere eseguite sulla scorta di un voto non unanime dei soci ma neppure assunto a semplice maggioranza suggerisce di dedicare al tema riflessioni ulteriori; qui però basti solo notare, pur solo per completezza, che non si è mancato di rilevare anche come l'introduzione di una clausola di trascinamento *durante societate* a semplice maggioranza, pur dovendosi ritenere possibile, comporterebbe la configurabilità di un diritto di recesso secondo taluni *ex art. 247, c. 2, lett. b)* (cfr. su tutti A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, *cit.*, pp. 239-241); ovvero, secondo altri, *ex art. 2437, c. 1, lett. g)* (in tal senso, cfr. R. COSTI, *Enzo Buonocore: un classico della dottrina commercialistica*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 308 ss., spec. p. 308).

ipotetico socio trascinate; ma caldeggia anche talune non irrilevanti puntualizzazioni.

Al fine di trattare in modo organico il tema degli obblighi fiduciari per vero si impoorrebbe di affrontare, preliminarmente, ben altre questioni di principio che qui – primariamente per il taglio che si è scelto di imprimere al lavoro – non è stato possibile trattare, quali, da un lato, l’effettivo modo di essere della causa (concreta) del contratto di società tra *venture capitalist* e imprenditore<sup>786</sup>; e, dall’altro lato e di conseguenza, le verosimili fattezze dell’interesse sociale inerente alle *venture capital-backed firms*<sup>787</sup>.

---

<sup>786</sup> Sebbene ci si sia sin dall’inizio ripromessi di non affrontare il tema, non si può mancare di rilevare come, a dispetto delle autorevoli prese di posizione secondo cui il rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore avrebbe autentica causa societaria (cfr. A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit., p. 250), si tratti, invece, del paradigmatico esempio di contratto di società a causa mista, ormai sdoganato dalla giurisprudenza (cfr. Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in corso di pubblicazione in *Banca bor. tit. cr.*, con nota di N. DE LUCA, *Il socio “leone”. Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, cui si rimanda anche per le opportune indicazioni di bibliografia e giurisprudenza).

<sup>787</sup> Anche a tal proposito, nonostante i *caveat* nel testo precedentemente formulati, si impone di rilevare come, in linea con quanto appunto osservato a proposito della causa concreta del contratto sociale (cfr. supra, nt. precedente), la ricostruzione dell’interesse sociale non possa dipendere da aprioristiche teorizzazioni, ma debba farsi discendere dal puntuale apprezzamento degli specifici contenuti negoziali, secondo quanto del resto di recente a proposito precisato, a lucida sintesi di un lungo e noto dibattito, da P. MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 303 ss., spec. p. 305 ss., ove si rileva, tra l’altro, come ai fini della definizione del concreto modo di essere dell’interesse sociale debba non soltanto rifuggirsi da preconette generalizzazioni, ma – per quanto qui interessa – darsi peso anche al rilievo, ai “*limiti di ordine negoziale*”. Ed in effetti cruciale, nella prospettiva di cogliere le peculiarità della *venture capital-backed firm* e, quindi, dell’isolamento degli elementi rilevanti ai fini di una puntuale definizione dell’interesse sociale è la valorizzazione della dimensione contrattuale della governance di queste imprese (cfr. per alcuni spunti BARTLETT III R.P., *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation* (2006), in 54 *UCLA Law Review*, pp. 37 ss.). Pertanto importante, in questa prospettiva, appare, oltre ovviamente a P.G. JAEGER, *L’interesse sociale*, Milano, Giuffrè, 1965, pp. 250 ed i contributi raccolti in R. SACCHI (a cura di), cit., anche la lettura, tra gli altri, di L. MIOTTO, *Interesse sociale e finanziatori insider. L’esperienza statunitense sui conflitti e le prospettive del diritto italiano* (Tesi di dottorato), disponibile sul sito dell’Università degli Studi di Padova all’indirizzo <<http://paduaresearch.cab.unipd.it/1829/>>, spec. p. 91 ss., ma anche *passim*; cui *adde*, *ex multis*, A. DACCÒ, *Il ruolo dei soci nelle decisioni relative alla struttura finanziaria dell’impresa*, in R. SACCHI (a cura di), *Studi in onore di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. VI-988, pp. 305 ss.; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*

Nell'impossibilità di (ipotizzare di poter qui) procedere ad una approfondita disamina di tali questioni, in questa sede ci si limiterà, stante anche la novità della tematica in esame<sup>788</sup>, soltanto a svolgere alcune essenziali notazioni utili a porre in rilievo taluni elementi che, anche in considerazione dell'esperienza statunitense, appaiono meritevoli di più immediata valorizzazione nella prospettiva di pervenire a una declinazione dei doveri fiduciari del *venture capitalist* in quanto socio trascinate "su misura"<sup>789</sup> e perciò in grado, sul piano teorico, di precludere al puntuale *enforcement* dell'accordo tra le parti.

#### 32.4.1. Presupposto

Una prima precisazione che alla luce dei termini del dibattito in argomento appare opportuna concerne quello che, per così dire, può

---

della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Riv. soc.*, 2004, pp. 1089 ss.; G. FERRI Jr., Investimento e conferimento, Milano, Giuffrè, pp. X-560; ID., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, pp. 806 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma. I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, pp. 673 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, Giuffrè, pp. 422.

<sup>788</sup> A differenza del tema degli obblighi gravanti sugli amministratori nel caso di operazioni di vendita delle partecipazioni sociali, che da noi ha formato oggetto di numerose e importanti trattazioni, il tema della configurabilità e a fortiori dei contenuti degli obblighi fiduciari in capo al socio che trasferisca il controllo dell'impresa non ha invece sinora ricevuto altrettanta attenzione, anche se, assai di recente, una parte della letteratura a cimentarsi, prendendo spunto anche da trattazioni più generali della rilevanza dei rapporti tra soci in occasione di operazioni di trasferimento del controllo (cfr. su tutti, nuovamente, M. STELLA RICHTER Jr., *Trasferimento del controllo*, cit.), hanno esaminato il problema dei doveri fiduciari in tali frangenti gravanti sui soci: cfr. A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit., passim; e A. VICARI, *Sui doveri*, cit., passim.

<sup>789</sup> Cfr. sul punto V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata*, cit., passim, ove un articolato percorso argomentativo volto a dare atto delle ragioni per cui, nonostante l'aspirazione del legislatore della riforma del diritto societario a creare le condizioni ideali perché i soci (di s.r.l. e, più in generale, delle società chiuse) potessero autonomamente disegnare "le regole del socio societario", si sia poi pervenuti a una situazione in cui si osserva una certa riluttanza a predisporre soluzioni "tailor-made".

definirsi il *presupposto fondamentale* (sul piano fattuale<sup>790</sup>) dell'esistenza dei doveri fiduciari del *venture capitalist* in quanto socio trascinate.

Come è più in generale già accaduto con riguardo alla co-vendita da trascinamento<sup>791</sup>, anche il dibattito concernente gli obblighi fiduciari ha infatti sinora preso le mosse dall'identificazione del socio trascinate con il socio di maggioranza e del socio trascinato con il socio di minoranza<sup>792</sup>.

---

<sup>790</sup> Quanto al presupposto giuridico, alla fonte, dei doveri fiduciari si impone invece una precisazione. Si è dell'idea che la configurabilità di doveri fiduciari tra soci, anche oltre quelle fasi di attuazione del contratto sociale che si svolgono “nella società” e dunque anche in occasione dell'esercizio dei poteri di trasferimento del controllo dell'impresa, sia da spiegare in considerazione dell'esistenza di vincoli di cooperazione strumentali al perseguimento dell'interesse comune originanti dall'obbligo di buona fede e correttezza contrattuali (secondo una visione della buona fede come strumento di integrazione del contratto che vale ad avvicinarla, operativamente, proprio ai *fiduciary duties* di altre esperienze giuridiche: cfr. M. PARGLENDER, *Modes of Gap-filling: Good Faith and Fiduciary Duties Reconsidered* (2007), in *Tulane Law Review* 82, pp. 1314 ss.; simili, almeno nei risvolti applicativi che ne discendono, sono le posizioni di quella parte della dottrina che ha ritenuto di poter rinvenire in capo a ciascun socio un dovere fiduciario di contenuto equivalente a quello imposto dall'obbligo di buona fede attraverso il richiamo alla nozione di “contatto sociale”: cfr. C. ANGELICI, *Rapporti sociali e regole della correttezza*, in *Giur. comm.*, 1992, I, pp. 1020 ss.; poi ripreso da F. DI SABATO, *Riflessioni sparse sulla riforma del diritto societario*, *ivi*, 2002, pp. 672 ss.). Nel caso della co-vendita da trascinamento, tuttavia, rilievo fondamentale assume la circostanza che l'esercizio del potere di provocare la co-vendita da trascinamento trovi fondamento in una clausola, quella di trascinamento, che costituisce e regola un rapporto la cui fase attuativa è riconducibile – come già visto (cfr. *supra*, Capitolo II, *sub* § 25.2.3.2 e in questo Capitolo, *sub* § 31.2) – al mandato amministrativo. Ciò implica – per quanto ora interessa e rileva – che i doveri fiduciari abbiano (un'alternativa o un'ulteriore, a seconda dei punti di vista) fonte proprio in tale qualificazione, che per il fatto di essere strumentale all'attuazione del più ampio programma negoziale dedotto nel contratto di società è certamente governato anche dal diritto societario (cfr. A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, *cit.*, p. 250); ma che d'altro canto sol perciò non “perde” la connotazione sua propria di rapporto caratterizzato da una forte componente fiduciaria (sul rilievo della componente fiduciaria nel mandato cfr. in generale A. LUMINOSO, *Il mandato*, Torino, Utet, 2007, pp. X-224, spec. p. 12 ss.; e, per approfondimenti, F. ALCARO, *Mandato e fiducia*, in S. TONDO, *I patrimoni separati tra tradizione e innovazione*, Torino, Giappichelli, 2007, pp. VI-282, pp. 81 ss.).

<sup>791</sup> In dottrina il dato ha avuto rilievo costante: da A. STABILINI - M. TRAPANI, *cit.*, *passim*; ad A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, *cit.*, *passim*.

<sup>792</sup> Cfr. per esempio A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, *cit.*, *passim*.

Tali conclusioni non sono certo peregrine: l'accostamento della co-vendita da trascinamento alla liquidazione e, ora, alla fusione logicamente postula, infatti, l'accostamento del socio trascinante al socio che ha il potere di provocare, appunto, la liquidazione o la fusione e, dunque, al socio di maggioranza.

Vi è però che, nella pratica, a trovarsi nella posizione di socio trascinante potrebbe essere – per quanto già in precedenza osservato in merito alla libertà di allocazione del potere scaturente dalla scelta di operare sul piano dello *share transfer*<sup>793</sup> – anche un *venture capitalist* titolare di una partecipazione di minoranza (all'estremo – in un esempio scolastico – anche “simbolica”).

Ciò nonostante, il potere di provocare la co-vendita da trascinamento e dunque l’*“idoneità dell’azione [intrapresa] ad incidere anche su di una sfera giuridica diversa da quella [propria]”*<sup>794</sup> rimarrebbe nella sostanza sempre identico a sé stesso; così come identico sarebbe il rischio che il socio trascinante faccia *“uso improprio di un potere che [gli] consente ... di incidere ingiustificatamente sugli interessi de[l socio trascinato e, dunque, dell’imprenditore]”*<sup>795</sup>.

Da qui, la necessità di identificare il presupposto fattuale dei doveri fiduciari – qualunque ne sia la declinazione offertane – nella titolarità del potere di provocare la co-vendita da trascinamento, a prescindere dall’entità della partecipazione detenuta<sup>796</sup>.

Ciò – si intende – nella prospettiva di pervenire alla enucleazione e *“all’adozione di un canone unitario per mitigare la posizione di potere che compete al socio [trascinante]”*<sup>797</sup> e valutare se ed entro quali limiti

---

<sup>793</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 32.2.3.

<sup>794</sup> P. FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, Giuffrè, 1993, pp. IV-206, spec. p. 136.

<sup>795</sup> M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Trasferimento, cit.*, p. 235.

<sup>796</sup> V., per considerazioni e conclusioni analoghe con riferimento alle operazioni di trasferimento del controllo in generale, nuovamente M. STELLA RICHTER *Jr.*, *loc. ult. cit.*

<sup>797</sup> Così, a proposito dell’opportunità di delineare i profili di problematicità delle operazioni di trasferimento del controllo (qualunque sia la forma che esse assumono), M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Trasferimento, cit.*, p. 345.

esso sia stato esercitato in vista del perseguimento per cui è stato attribuito.

#### 32.4.2. L'obbligo di massimizzazione

Una seconda puntualizzazione cui le tendenze speculative in tema suggeriscono di procedere – e la cui importanza si percepisce appieno soprattutto tendendo presente l'esperienza statunitense<sup>798</sup> – concerne, invece, la possibilità di individuare, quale specifica ma fondamentale componente dei doveri fiduciari gravanti sul socio trascinante, un obbligo di massimizzazione: un obbligo, più precisamente, (non già di esercitare il potere *in modo tale da* massimizzare la complessiva ricchezza comune<sup>799</sup>, ma, ancor prima) di privilegiare la soluzione *in grado di* massimizzare la complessiva ricchezza comune, ossia di procedere alla co-vendita da trascinamento soltanto in ragione della constatata superiorità di tale opzione rispetto all'alternativa consistente nella preservazione dell'indipendenza dell'impresa<sup>800</sup>.

---

<sup>798</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 28.1.2.

<sup>799</sup> Che il socio trascinante sia in potenza in grado di massimizzare il valore conseguibile in occasione e per effetto della co-vendita da trascinamento e sia perciò *ex contractu* gravato dall'obbligo di farlo (nei limiti, si intende, in cui le circostanze del caso concreto lo consentano) è affermazione ricorrente in letteratura, perché si ritiene, in modo del tutto condivisibile, che la scelta di attribuire al socio trascinante il potere di provocare quell'operazione sia appunto strumentale alla creazione dei presupposti necessari per estrarre dall'acquirente – per ragioni e in virtù di dinamiche di cui si è già in via generale detto: cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 16) – la più ampia frazione di valore sinergico possibile. Sul punto, cfr., per esempio, G.A. MAZZA, *cit.*, p. 228, ove appunto si sottolinea, pur se con riferimento ad un'ipotesi particolare, la correlazione tra co-vendita da trascinamento e la massimizzazione del prezzo conseguibile sul mercato delle acquisizioni. Va da sé che, anche alla luce delle osservazioni svolte con riferimento all'esperienza statunitense, l'obbligo di massimizzazione deve essere rettamente concettualizzato come obbligo di massimizzare la complessiva ricchezza comune: cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* §§ 28 ss.

<sup>800</sup> In altre parole, l'obbligo di massimizzazione di cui si discorre è quello di in virtù del quale si imporrebbe di optare per la co-vendita da trascinamento solo ove in effetti si tratti dell'opzione cui è associato un valore netto positivo maggiore di quello associato all'opzione che comporta la preservazione dell'indipendenza dell'impresa,

Come si è già più volte rilevato, il potere del socio trascinate di provocare la co-vendita da trascinamento è stato concettualizzato, nel contesto del dibattito sui doveri fiduciari del socio trascinate, muovendo dall'accostamento di esso al potere socio di maggioranza di provocare lo scioglimento del vincolo sociale: potere che dagli interpreti è pressoché unanimemente ritenuto "libero", dato che, pur tenendosi fermo per il socio di maggioranza il generale dovere di non abusare di tale potere<sup>801</sup>, il novero dei casi in cui è in effetti ravvisabile un abuso è per diritto vivente fortemente limitato<sup>802</sup> ("in [ossequio] del ... brocardo latino secondo cui 'in comunione (vel societate) nemo compellitur invitus detinere'<sup>803</sup>).

---

secondo quanto già in via generale rilevato all'atto di delineare il quadro concettuale: cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 16.

<sup>801</sup> Nel tempo variamente declinato sul piano del fondamento positivo, per effetto del progressivo allontanamento della figura dell'abuso della maggioranza dalla disciplina del conflitto di interessi e del conseguente e corrispondente avvicinamento al tema della buona fede oggettiva: ne discute ampiamente (in chiave per molti aspetti critica) E. LA MARCA, *Alla ricerca dell'interesse della società al suo scioglimento tra conflitto di interessi e abuso di potere*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2014, II, pp. 590 ss.

<sup>802</sup> L'insegnamento ha carattere quasi manualistico: cfr. M. DE ACUTIS, *Lo scioglimento e la liquidazione delle società di capitali*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale - Vol. III: Le società*, Torino, Giappichelli, 2017, pp. XLII-933, pp. 741 ss., spec. p. 746. Sul punto, sembra concordare la dottrina unanime, secondo cui, infatti, non sussisterebbe alcun diritto del singolo socio al mantenimento dell'impresa collettiva fino alla scadenza prevista nello statuto o nell'atto costitutivo. Sul punto cfr. su tutti G. DE MARCHI - A. SANTUS, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, Giuffrè, 2003, pp. XI-821, pp. 311 ss., spec. p. 319. In giurisprudenza, cfr., *ex multis*, Trib. Santa Maria Capua Vetere, 31 maggio 2012, in *Banca bor. tit. cr.*, II, p. 70 ss., con a seguire nota critica di D.I. PACE, *Diritto di rinvio assembleare, conflitto di interessi e abuso della maggioranza per scioglimento volontario nelle società a responsabilità limitata*; e, da ultimo, a conferma di un risalente orientamento, Trib. Milano, 22 gennaio 2018, in *Giurisprudenza delle imprese*, disponibile all'indirizzo <[www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it)>, che peraltro ha ribadito la regola della insindacabilità della scelta di liquidare l'impresa con riferimento a una fattispecie (a dir poco) "border-line".

<sup>803</sup> Così, testualmente, F. ARATA, *cit.*, p. 121, nel contesto di un ragionamento in cui il parallelo tra co-vendita da trascinamento e liquidazione è invocato al fine di giustificare la conclusione, condivisibile (a fortiori a fronte dell'accostamento tra co-vendita da trascinamento e fusione), secondo cui al socio di maggioranza è fatto potere di procedere all'inserimento della clausola di trascinamento in statuto anche *durante societate*. In realtà, la giustificazione della sostanziale libertà di tale potere risiederebbe – come ha lucidamente spiegato E. LA MARCA, *Alla ricerca, cit.*, p. 606 – nel fatto che, siccome l'interesse del socio di maggioranza a conseguire le utilità racchiuse nella



Non può dirsi affatto scontato, pertanto, che la scelta del socio di maggioranza di porre l'impresa in liquidazione anche in quei casi in cui l'alternativa scelta di continuarne l'esercizio avrebbe consentito di pervenire a un risultato migliore – si legga: di massimizzare la complessiva ricchezza comune<sup>804</sup> – sia *de jure condito* (agevolmente) attaccabile.

Se *meccanicamente proiettata*, in virtù del già detto parallelo, sulla co-vendita da trascinamento, tale impostazione potrebbe però rivelarsi pericolosa: nulla, infatti, sarebbe a quel punto in linea di massima rimproverabile al *venture capitalist* il quale abbia deciso di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore.

A tali approdi, tuttavia, potrebbe accompagnarsi l'emersione di non trascurabili vuoti di tutela degli interessi dell'imprenditore, al quale, in definitiva, si imporrebbe – come è stato osservato – di accettare in ogni caso la conclusione, pur prematura, dell'affare imprenditoriale, anche ove tale esito consegua a *trade sales* distruttive di valore maligne e, dunque, eseguite per effetto di un esercizio disfunzionale del potere *ex contractu* attribuito al *venture capitalist*.

Proprio perciò, oltre a segnalare l'opportunità di non portare l'accostamento tra co-vendita da trascinamento e liquidazione a conseguenze ulteriori, si da creare le basi per una sostanziale assimilazione del trattamento regolatorio delle due operazioni sono soggette, appare doveroso, nella prospettiva di giustificare un approccio meno permissivo e dunque pervenire al risultato di escludere che il socio

---

propria partecipazione si collocherebbe sul piano non già organizzativo ma meramente negoziale, si assisterebbe, nel caso di un eventuale contrasto con l'interesse, anch'esso negoziale, del socio di minoranza a continuare l'esercizio della comune impresa, ad una "*contrapposizione tra] due interessi parimenti apprezzabili sul piano negoziale*", con la conseguenza che la soluzione di tale conflitto dovrebbe essere lasciata alla dinamica assembleare.

<sup>804</sup> In altre parole, se il socio di maggioranza decidesse di porre in liquidazione un'impresa che vale, per esempio, 100 nonostante la constatata possibilità di conseguire "solo", per esempio, 90 all'esito della liquidazione, tale scelta non sarebbe in sé e per sé contestabile; mentre – come si viene dicendo nel testo – lo diventerebbe se preordinata ad estromettere il socio di minoranza o ad estromettere dal mercato quell'impresa al fine di agevolare un'impresa concorrente in cui il socio di maggioranza ha un interesse o addirittura una cointeressenza.

trascinante possa godere di una libertà di azione analoga a quella del socio di maggioranza con riferimento allo scioglimento del vincolo associativo, valorizzare il parallelo – della cui fondatezza si è già in precedenza discusso – tra la co-vendita da trascinamento e la fusione, quale operazione che la dottrina più attenta ritiene debba essere valutata anche sotto il profilo della *liceità*<sup>805</sup> e, dunque, della apprezzabilità delle “ragioni che giustificano l’operazione”<sup>806</sup> e, quindi, dell’idoneità dell’operazione stessa a massimizzare il benessere complessivo dei vari soggetti che forniscono gli *inputs* necessari per l’esistenza e il successo dell’impresa<sup>807</sup>.

Una tale proposta, che può qui essere soltanto enunciata, potrebbe d’altro canto anche trovare conforto nella scelta – già illustrata e discussa – di ricondurre la fase attuativa del rapporto che origina dalla clausola di trascinamento tra le maglie del mandato, nella cui struttura la dottrina più recente, influenzata da certe note teorizzazioni gius-economiche, ha proposto di includere, proprio perché ritenuto “coessenziale” al conferimento dell’incarico, l’obbligo per il mandatario di modulare qualsiasi scelta discrezionale in modo tale da optare per la soluzione strumentale, in generale, alla massimizzazione del miglior risultato possibile; e, nel caso di mandato *in rem propriam*, alla massimizzazione

---

<sup>805</sup> Cfr. per spunti in tal senso M.S. SPOLIDORO, *Appunti sull’interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in R. SACCHI (a cura di), *L’interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, Giuffrè, pp. II-201, pp. 179 ss. spec. p. 186, ove, notandosi che “anche l’attuazione di operazioni di ‘piena’ competenza assembleare, quali tipicamente sono quelle che di regola si definiscono ‘straordinarie’ devono essere sottoposte a un vaglio di liceità, oltre che di legittimità, e che questo vaglio di liceità [debba tenere] conto degli interessi ... cui le norme societarie intendono offrire tutela”, nella prospettiva di assicurarne la sostanziale rispondenza all’interesse sociale.

<sup>806</sup> Si richiama al disposto, tra gli altri, dell’art. 2501-bis, c. 1, c.c. P. MONTALENTI, *cit.*, p. 309, proprio per sottolineare come “*in materia di operazioni straordinarie ... il rispetto dell’interesse sociale si colora di più puntuali riferimenti a concetti aziendalistici*” che – per quanto qui interessa – potrebbero essere invocati per ipotizzare la possibilità di un controllo, appunto, “*sulle ragioni che giustificano l’operazione*”.

<sup>807</sup> Sia chiaro: nel testo non si sta difendendo per forza l’opportunità di consentire di consentire di sindacare il merito della scelta di procedere all’operazione, ma solo di valorizzare certi elementi per enucleare un obbligo di massimizzazione in capo al socio trascinante.

del complessivo benessere delle parti<sup>808</sup>: il che evidentemente consentirebbe di limitare la discrezionalità del socio trascicante, il quale potrebbe bensì optare per la *trade sale*, ma soltanto se e nei limiti entro cui tale scelta sia in effetti in grado di massimizzare – come, del resto, pattuito – la complessiva ricchezza comune.

Anche a prescindere da ciò, non può neppure escludersi il ruolo che, nel limitare la discrezionalità del socio trascicante, potrebbe giocare la buona fede, specialmente ove se ne difenda una concettualizzazione tale da renderla invocabile, anche nel contesto dei rapporti tra soci<sup>809</sup>, per enucleare obblighi contrattuali integrativi utili ad assicurare l'aderenza delle scelte rilevanti nell'ottica dell'implementazione del regolamento negoziale alla volontà di parti che, all'origine le parti avevano potuto solo vagamente esprimere nel testo negoziale<sup>810</sup>.

---

<sup>808</sup> Cfr. il ragionamento articolato, prendendo spunto dalla teoria gius-economica dei rapporti di agenzia, V. DE LORENZI, *Della rappresentanza. Artt. 1387-1400 c.c.*, Milano, Giuffrè, VIII-524, spec. p. 13 ss., anche per le opportune indicazioni di bibliografia.

<sup>809</sup> Sul rilievo della buona fede nel contesto dei rapporti tra soci cfr. nuovamente C. ANGELICI, *Rapporti sociali, cit., passim*; e F. DI SABATO, *Riflessioni, cit., passim*.

<sup>810</sup> Una tale soluzione potrebbe trovare ancoraggio in quella giurisprudenza secondo cui “*il criterio della buona fede costituisce ... uno strumento, per il giudice, finalizzato al controllo – anche in senso modificativo o integrativo – dello statuto negoziale*”, quale “*garanzia di contemperamento degli opposti interessi*” (così Cass. 18 settembre 2009, n. 2016, in *Giust. civ.*, 2010, I, pp. 2676 ss.); e secondo cui le disposizioni di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c. imporrebbero “*il rispetto di quegli equilibri di interessi che le parti avrebbero pattuito se avessero previsto tutti quegli sviluppi dei loro rapporti futuri e li avessero disciplinati con un accordo [ad hoc]*” (in tal senso Cass. 17 luglio 2007, n. 15950, in *Giur. it.*, 2008, pp. 151 ss.). Non troverebbe invece un ostacolo in quella dottrina che, nel tentativo (in astratto condivisibile) di evitare un'espansione eccessiva del ruolo della buona fede integrativa, nota come sia necessario farne uso tenendo presente “*i valori intrinseci al contratto, desumibili dagli enunciati negoziali e dal complessivo assetto economico del rapporto che ne risulta*”: così, A. SOMMA, *La buona fede ausiliaria del programma negoziale*, in A. D'ANGELO - P.G. MONATERI - A. SOMMA, *Buona fede e giustizia contrattuale*, Torino, Giappichelli, 2005, pp. III-180, pp. 3 ss., spec. p. 21; mentre troverebbe supporto in quella dottrina secondo cui alla definizione delle modalità di esercizio delle prerogative originanti dal contratto societario dovrebbe pervenirsi valorizzando prima di tutto e soprattutto gli interessi che in concreto i soci intendevano perseguire e, a seguire, stabilendo se il modo in cui esse sono state in effetti esercitate possa dirsi in linea con quel che gli stessi soci avrebbero pattuito se si fossero prefigurati quello scenario: cfr. D. PREITE, *L'abuso, cit.*, pp. 27 ss.

Sarebbe a quel punto arduo – sembrerebbe possibile ipotizzare – dire conforme a buona fede la scelta del *venture capitalist* che, pur avendo costituito una relazione contrattuale con l'imprenditore nella prospettiva di massimizzare la complessiva ricchezza comune<sup>811</sup>, poi opti nelle vesti di socio trascinate, per una scelta inidonea a perseguire tale obiettivo<sup>812</sup>.

---

<sup>811</sup> Si noti, ad esplicitazione di un elemento fondamentale per l'apprezzamento della coerenza del ragionamento, che la circostanza che il *venture capitalist* e l'imprenditore si siano determinati a costituire la relazione di *business* nella prospettiva della massimizzazione della complessiva ricchezza comune discende dai basilari insegnamenti della teoria dei contratti, in cui si intravede appunto lo strumento di massimizzazione del *surplus cooperativo*. Se ne è detto supra, Capitolo I, §§ 9 e 10.

<sup>812</sup> Una soluzione meno invasiva, perché fondata sul concetto di buona fede *in executivis*, sarebbe invece enucleabile muovendo dal richiamo ai cc.dd. obblighi di salvaguardia, che, originariamente enucleati per dare accoglimento a certe inesplicitate istanze di tutela nel contesto del diritto comune dei contratti (cfr. C.M. BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, pp. 205 ss., spec. p. 209), gli obblighi di salvaguardia sono ormai al centro anche del dibattito sul rapporto tra buona fede e contratto di società, con riferimento al quale essi operano in modo tale che il socio di maggioranza avrebbe l'obbligo di salvaguardare la possibilità, per il socio di minoranza, di perseguire i propri interessi negozialmente rilevanti, solo ove ciò non sia di apprezzabile detrimento a quelli propri. In tema, oltre a E. LA MARCA, *Alla ricerca, cit.*, pp. 603 ss., cfr. A. NUZZO, *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, Giappichelli, 2003, pp. VI-316; e, per alcuni importanti distinguo, N. DE LUCA, *Unequal Treatment and Shareholder Welfare Growth – Fairness v. Precise Equality*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 697 ss., spec. p. 754. Il limite di tale approccio, con riferimento al contesto in esame, è che persisterebbero ampi spazi in cui il *venture capitalist* potrebbe agire egoisticamente ed in cui, corrispondentemente, si profilerebbero i problemi derivanti dall'insufficienza della protezione apprestata in favore dell'imprenditore. Il *venture capitalist*, infatti, potrebbe non curarsi dell'interesse dell'imprenditore ogniqualvolta, per far ciò, debba sacrificare in misura non trascurabile un proprio interesse, che, però, è esattamente il problema che si pone, in particolare, quando egli, in considerazione del proprio *payoff* (cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 18), proceda a una *trade sale* distruttiva di valore maligna (che egli potrebbe evitare soltanto sacrificando, appunto, quell'individuale interesse alla massimizzazione del proprio *payoff* che gli obblighi di salvaguardia gli consentono di privilegiare).

### 32.4.3. Preferenze liquidatorie e *Sondervorteile*

Nonostante la assoluta centralità della questione, uno dei temi che nel contesto del dibattito in merito al tema dei doveri fiduciari del socio trascinate, che pure – si è detto – ha preso le mosse proprio dalla considerazione della realtà delle *venture capital-backed firms*, non ha ricevuto alcuna attenzione, ma cui si impone quantomeno di accennare è quello della rilevanza delle preferenze liquidatorie quali possibili *Sondervorteile*.

L'importanza di una tale puntualizzazione discende dal fatto che, specialmente ove esse originino da pattuizioni parasociali, potrebbe finire per prevalere una percezione generalmente positiva o generalmente negativa di esse<sup>813</sup>, tale da farle apparire elementi sempre irrilevanti nell'ottica della valutazione della condotta del *venture capitalist* ovvero elementi simili a “privilegi”.

A seconda dei casi, il *venture capitalist* che persegue l'obiettivo di conseguire il valore in esse incapsulate o sia da esse indotto a procedere a una *trade sale* potrebbe sol perciò finire per trovarsi *sempre* oppure *mai* in una situazione incompatibile con i doveri fiduciari su di esso gravante in quanto socio trascinate.

In realtà, la considerazione da cui muovere ed il dato cui in linea di massima dare rilievo è che in generale le preferenze liquidatorie non rappresentano affatto un privilegio, ma si limitano ad operare una data

---

<sup>813</sup> Sembra incline a caratterizzarle in senso generalmente positivo, F. BORDIGA, *Cessione (integrale) del capitale di s.p.a. “chiusa” e c.d. “premio di maggioranza”*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2017, I, pp. 620 ss., spec. p. 644, ove si nota come, al contrario di quanto sarebbe in linea di massima possibile affermare, “... la figura del premio di maggioranza ...” sarebbe ammissibile a fronte di “alcune ipotesi tipiche che appaiono in grado --- di ‘sorreggere’ una ripartizione più che proporzionale del prezzo della cessione [del capitale sociale di una s.p.a. chiusa]”, tra cui quella per effetto di “quel meccanismo, tipico nelle operazioni di private equity, volto ad agevolare il *venture capitalist* nel recupero del capitale investito”. In senso analogo, Lodo Arbitrale, 28 luglio 2009, *cit.*, ove si esclude che esse possano rilevare nella prospettiva della valutazione del discostamento del socio trascinate dagli *standards* fiduciari. Negativa è la caratterizzazione che ne propone altra parte della dottrina: cfr. in particolare G.A. MAZZA, *cit.*, p. 312, ove si rileva come esse meritino di essere considerate in quanto causa efficiente di una generalizzata sorta di “*pressure to exit*” (che non può invece essere generalizzatamente ritenuta sussistente).

allocazione del rischio imprenditoriale, consentendo all'imprenditore di abbattere il costo del supporto fornito dal *venture capitalist*<sup>814</sup>.

È vero che potrebbe darsi una co-vendita da trascinamento per effetto della quale il *venture capitalist* consegue integralmente o quasi integralmente i proventi dell'operazione<sup>815</sup>; ma l'osservazione di tale esito non legittimerebbe, a dispetto dell'apparente "insoddisfazione" (assoluta o relativa) dell'imprenditore, qualsiasi speculazione in merito all'esistenza di un *Sondervorteil*.

Né potrebbe concludersi diversamente enfatizzando il fatto che il *venture capitalist* sia stato incentivato a procedere alla *trade sale* per via delle preferenze liquidatorie o che le preferenze liquidatorie ne abbiano rafforzato gli incentivi a disinvestire e quindi rafforzato i propositi a procedere in tal senso: anche tale esito non può *di per sé* dirsi problematico.

In realtà, nella prospettiva dell'apprezzamento del possibile discostamento del contegno in concreto tenuto dal *venture capitalist* da quello che avrebbe idealmente dovuto tenere in applicazione degli *standards* fiduciari che è tenuto ad osservare non sarebbe molto proficuo guardare alle preferenze liquidatorie in se per sé considerate e in particolare al fatto che il *venture capitalist* per effetto di una data co-vendita da trascinamento abbia conseguito o agito per conseguire un *quid pluris* rispetto all'imprenditore; ovvero al fatto che quelle preferenze liquidatorie abbiano rafforzato l'intento di procedervi. Tali esiti possono essere del tutto fisiologici.

Più proficuo, invece, sarebbe affrontare la questione prestando attenzione ad un più ampio e complesso novero di elementi, sì da verificare di volta in volta se, quando e come le preferenze liquidatorie

---

<sup>814</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub § 10.3.

<sup>815</sup> E – si noti – non ci si riferisce alle ipotesi di *trade sale* distruttive di valore benigne, ma ad un ben più ampio novero di scenari: si pensi, per fare un esempio, alla situazione in cui il *venture capitalist* trasferisca il controllo totalitario della *venture capital-backed firm* a fronte del pagamento di un prezzo appena appena superiore al valore dell'impresa della prospettiva dell'indipendenza, generando così valore, ma appropriandosene pressoché integralmente per via, appunto, delle preferenze liquidatorie.

hanno in effetti alterato il processo di *decision-making* in misura tale da indurre il *venture capitalist* ad agire opportunisticamente, prestandosi in questa prospettiva attenzione all'impatto che, di volta in volta, le preferenze liquidatorie hanno praticamente avuto sulla scelta del *venture capitalist* e sulla possibile alterazione degli incentivi ad assumere la decisione ottimale.

Sono questi dati che meritano di essere precisati e soprattutto tenuti ben presente perché utili a prevenire fuorvianti generalizzazioni che precluderebbero l'apprezzamento delle dinamiche del caso concreto e potrebbero invece preludere, di conseguenza, a una mistificante applicazione degli *standards* fiduciari.

#### 32.4.4. Cangianza dell'incarico fiduciario

Un ultimo aspetto sul quale si impone di indugiare concerne la "staticità", se così si può dire, che allo stato attuale caratterizza la disciplina dei doveri fiduciari del socio trascicante.

Secondo quanti hanno brevemente trattato il tema, il rapporto tra socio trascicante e socio trascicante sarebbe, al pari del rapporto intercorrente tra socio di maggioranza e socio di minoranza, *in generale* da inquadrarsi tra i rapporti di gestione di altrui interessi in cui il gestore discrezionale "*ha il diritto di gestire l'interesse altrui congiuntamente al proprio ed è legittimato a far prevalere la propria scelta su quella, in ipotesi diversa, del gerito, purché rispetti i limiti entro cui il potere di decidere sussiste e la sua scelta non sia inquinata dalla ricerca di un vantaggio discriminatorio a proprio favore*"<sup>816</sup>.

A tali conclusioni dovrebbe pervenirsi anche con riferimento alle situazioni in cui il socio trascicante si identifichi con un *venture capitalist* e sia perciò titolare di una partecipazione finanziariamente

---

<sup>816</sup> A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit., p. 246 (ma, per una contestualizzata esposizione del ragionamento, v. *supra*, Capitolo II, sub § 25.2.3. e in questo Capitolo, sub § 31.2).

ibrida: ciò in quanto “non va [perciò solo] dimenticato che, in termini di rischio, l’operazione conclusa dal [venture capitalist] è connotata economicamente e giuridicamente dall’assunzione di un rischio da equity-partner”<sup>817</sup>.

Pur ferme le puntualizzazioni cui si è già proceduto, tale inquadramento appare – come già rilevato – in linea di massima condivisibile. Nondimeno, ove si riesca a delineare i doveri fiduciari in modo tale da implicare – come appare essenziale – un obbligo di massimizzazione, sarebbe altresì necessario sforzarsi di ammettere che, in certi casi, tale obbligo di massimizzazione venga meno e che il *venture capitalist* sia tenuto non più a scegliere la soluzione che massimizza la complessiva ricchezza comune, ma solo a concludere “*the best deal available*”<sup>818</sup> sul mercato delle acquisizioni.

Ciò in quanto il rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore si caratterizza – come si è detto<sup>819</sup> – per una complessità tale che il regolamento negoziale deputato a governarne l’attuazione certamente contempra la possibilità che il *venture capitalist* possa, pur soltanto in dati frangenti, egoisticamente perseguire il proprio interesse a trasferire il controllo totalitario dell’impresa nella prospettiva di monetizzarne al più presto il valore: o perché è ormai spirato “[qu]ell’arco di tempo [entro cui ci si era accordati si sarebbero profusi gli sforzi massimi per generare] un significativo incremento di valore ...”<sup>820</sup>; o perché la

---

<sup>817</sup> A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, cit., p. 250.

<sup>818</sup> Secondo quanto già rilevato anche a proposito dell’esperienza statunitense: cfr. *supra*, in questo Capitolo, sub § 28.1.2.4.

<sup>819</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub §§ 10, 16 e 18.

<sup>820</sup> La dottrina più sensibile alle peculiarità delle società finanziate da fondi specializzati riconosce, pur implicitamente, le potenziali implicazioni della “finitezza” del rapporto tra le parti: su tutti cfr. V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, p. 205 ss., spec. p. 208, per passaggio qui particolarmente rilevante, p. 207, ove, con ragionamento svolto con riferimento alle finalità perseguite dai fondi di *private equity* ma sicuramente estensibile anche alle *venture capital-backed firms*, la sottolineatura della strumentalità di una data allocazione dei poteri in vista del perseguimento dell’obiettivo di crescita aziendale entro un certo periodo di tempo e della legittimità della scelta del fondo di porre fine alla relazione ove sia spirato il termine finale della collaborazione fissato dalle parti.



prosecuzione dell'impresa rappresenta un'opzione talmente rischiosa e poco profittevole da risultare improponibile<sup>821</sup>.

Sembra allora doveroso interrogarsi sul se, con riferimento a tali specifiche ipotesi, in cui l'interesse del *venture capitalist* diverge da quello dell'imprenditore ed in cui al primo è *ex contractu* fatto potere di agire egoisticamente, i contenuti del rapporto non siano tali da legittimare la configurazione di un "altro" incarico fiduciario, in modo tale da consentire al *venture capitalist* di beneficiare – in modo tutto sommato simile a quanto la letteratura ha auspicato possa accadere anche nell'esperienza statunitense<sup>822</sup> – di un ampliamento della propria libertà di scelta e, quindi del controllo sul proprio operato, sul quale però ovviamente continuerebbe comunque a gravare l'obbligo di agire secondo buona fede e correttezza e, dunque, di conseguire il miglior prezzo possibile.

Una riflessione al riguardo si impone specialmente con riferimento a quelle ipotesi in cui il *venture capitalist* proceda alla co-vendita da trascinarsi al fine di prevenire l'attualizzarsi di scenari in cui la produzione di un modesto valore ulteriore conseguirebbe all'implementazione di strategie particolarmente rischiose: situazioni in cui non è chiaro quanto, nella sostanza ed almeno in certi casi, il rapporto tra il *venture capitalist* e l'imprenditore si distacchi da quella che caratterizza il rapporto "tra un creditore e il suo debitore, quando quest'ultimo conferisce al primo un mandato a vendere un proprio bene al miglior prezzo prima della scadenza del credito, in modo che a tale scadenza il creditore possa soddisfarsi sui proventi rivenienti dalla vendita"<sup>823</sup>.

Analoga però è la riflessione che si impone, *mutatis mutandis*, anche per quanto attiene alla situazione in cui il rapporto tra le parti si sia

---

<sup>821</sup> Ci si riferisce – lo si intende – alle più volte richiamate situazioni in cui il *venture capitalist* eserciti la *termination option* dedotta in contratto: cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 18.1.5.

<sup>822</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, *sub* § 28.1.4.

<sup>823</sup> A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, *cit.*, p. 246, ove sul punto però si conclude in senso negativo in ragione – si è già detto – della formale veste di socio del *venture capitalist*.

ormai “esaurito” per ragioni temporali. Anche in tali frangenti, infatti, pure l’interesse del *venture capitalist* al disinvestimento merita sicura tutela, proprio perciò allora imponendosi di pensare soluzioni in grado di consentirgli di sottrarsi all’obbligo di privilegiare la scelta che a rigore si imporrebbe in forza dell’enucleato obbligo di privilegiare l’opzione in grado di massimizzare la complessiva ricchezza comune, in modo del tutto coerente con la rappresentazione dei possibili scenari che le parti si erano prospettate ed avevano accettato al momento del sorgere del vincolo contrattuale.

Anche in questo caso, la valorizzazione della buona fede oggettiva quale strumento in grado di imprimere al regolamento del rapporto tra le parti quella elasticità necessaria in considerazione della complessità che lo caratterizza potrebbe aiutare.

## CONCLUSIONI

SOMMARIO: 33. Sintesi – 34. Notazioni di chiusura.

### 33. Sintesi

In questo elaborato ci si è soffermati sulla *trade sale*, quale operazione che, al netto della forma che essa assume da ordinamento a ordinamento, è strumentale al trasferimento del controllo totalitario degli *assets* della *venture capital-backed firm* ad un *partner* strategico.

Dopo aver offerto una panoramica di taluni aspetti salienti delle *venture capital-backed firms*<sup>824</sup>, ci si è soffermati sulle *venture capital-backed firms* al fine di illustrarne le caratteristiche più importanti nella prospettiva dell'apprezzamento dei possibili profili di problematicità della *trade sale*. Così, si è rilevato, innanzitutto, come il *venture capitalist* e l'imprenditore si determinino nel senso di instaurare una relazione di *business* strumentale alla creazione di un incubatore in cui far "maturare" gli investimenti specifici da ambo le parti, a diverso titolo e in diversa misura effettuati, in vista dell'obiettivo ultimo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune, da ripartirsi conformemente alle regole sull'allocazione del *surplus* cooperativo definite in contratto; e, inoltre, come tale logica informi ciascuna singola fase del processo di implementazione della relazione di *business* e, perciò, si imponga, a prescindere dalle scelte fatte sia per quanto attiene alla allocazione dei poteri decisionali e, dunque, dall'identità del soggetto chiamato ad assumere le decisioni del caso; sia per quanto attiene ai concreti contenuti delle regole sulla allocazione della ricchezza generata dalla relazione e, dunque, dalla circostanza che, per via della peculiare

---

<sup>824</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub §§ 6-8.

conformazione che tali regole possono esibire nel contesto di riferimento, possa appropriarsene in misura predominante o addirittura integrale<sup>825</sup>.

Si è poi spiegato che, proprio in ragione della incondizionata sovraordinazione dell'obiettivo della massimizzazione della complessiva ricchezza comune, tra le due diverse e alternative opportunità di affari rappresentate dalla preservazione dell'indipendenza dell'impresa e dal trasferimento del controllo degli *assets* della medesima impresa tramite la *trade sale*, dovrebbe scontatamente prevalere quella in grado di generare maggiori utilità complessive (ossia quella con valore atteso netto maggiore)<sup>826</sup>.

In pratica, in applicazione di quella logica, ogni qualvolta il valore di acquisizione dell'impresa superi quello dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza dovrebbe cooperativamente risultare "naturale", tanto per il *venture capitalist* quanto per l'imprenditore, procedere alla *trade sale*, a prescindere – come si è più volte detto nel corso dell'elaborato – sia dall'identità del *decision-maker*, sia dai contenuti delle regole sulla allocazione del surplus cooperativo<sup>827</sup>.

Si è d'altro canto rilevato anche che, nella realtà, la *trade sale* potrebbe presentare due fondamentali profili di problematicità, che possono, in estrema sintesi, dirsi funzione delle scelte opportunistiche cui potrebbero pervenire, a seconda dei casi, l'imprenditore o il *venture capitalist*<sup>828</sup>.

Un primo profilo di problematicità potrebbe emergere se, sfruttando l'intrinseca incompletezza del contratto tra le parti e in particolare la circostanza che esso non può diacronicamente specificare quale, in effetti, sia in concreto la frazione di ricchezza spettantegli, l'imprenditore, nell'imminenza della *trade sale*, subordinasse la prestazione del proprio consenso all'operazione di trasferimento del controllo totalitario degli *assets* dell'impresa (*i*) alla rinegoziazione delle

---

<sup>825</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub §§ 9-10.

<sup>826</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub §§ 11-12.

<sup>827</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub § 12.

<sup>828</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub § 13.

regole sulla allocazione del *surplus* cooperativo; o (ii), alternativamente, rifiutasse di vendere per beneficiare *pro rata* degli accrescimenti di valore associati al nuovo corso gestionale guidato dall'acquirente.

In ambo i casi, a tali forme di opportunismo conseguirebbe, direttamente o indirettamente, quantomeno una rimodulazione della remunerazione dell'investimento del *venture capitalist* e a ciò si potrebbero accompagnare inefficienze anche sul versante allocativo<sup>829</sup>.

Proprio al fine di prevenire tali inefficienze distributive della relazione e, soprattutto inibire *ab ovo* la possibilità che possano scaturirne anche inefficienze allocative generalmente associate a tali contegni, è allora auspicabile prevedere meccanismi fondanti, alternativamente, il potere del *venture capitalist* di provocare unilateralmente la *trade sale*; ovvero, equivalentemente, il potere dell'acquirente di acquistare la partecipazione dell'imprenditore riluttante a prescindere dal suo consenso<sup>830</sup>.

Pur *ex ante* efficienti, la previsione di tali meccanismi, tuttavia, non è priva di controindicazioni, perché, fondando – appunto – un potere, potrebbero preludere a condotte opportunistiche da parte del *venture capitalist*: proprio tali possibili condotte rappresentano – come si è più precisamente rilevato in precedenza – il secondo profilo di problematicità della *trade sale*<sup>831</sup>.

Potrebbe più precisamente accadere, infatti, che, pur in teoria *ex contractu* tenuto ad optare per la *trade sale* solo allorquando tale scelta sia idonea a massimizzare la complessiva ricchezza comune, il *venture capitalist* si risolva nel senso di trasferire il controllo totalitario dell'impresa a fronte di utilità che complessivamente non riflettono il maggiore valore generabile preservandone l'indipendenza. Tale esito può osservarsi soprattutto a causa degli incentivi perversi generati dalle cc.dd. preferenze liquidatorie e in termini maggiormente probabili in quelle imprese – le cc.dd. *sideways firms* – che abbiano intrapreso un percorso

---

<sup>829</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub §§ 14.

<sup>830</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub §§ 15-16.

<sup>831</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub §§ 17 ss.

di sviluppo laterale e proprio perciò non risultino più, dal punto di vista del *venture capitalist*, meritevoli di supporto<sup>832</sup>.

Si è però anche sottolineato come, accanto alle *trade sales* distruttive di valore maligne, cioè funzione di scelte autenticamente opportunistiche, si diano *trade sales* distruttive di valore benigne, cioè funzione dell'esercizio, da parte del *venture capitalist*, di una *termination option* dedotta in contratto ed attivabile, in particolare, (i) nelle situazioni in cui la relazione contrattuale con l'imprenditore abbia esaurito il suo corso per via del sopraggiungere dell'ineluttabile momento di vendere sin dall'inizio oggetto di puntuale negoziazione; e (ii) e (ii) nelle situazioni cui la superiorità del valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza è invero funzione di un *upside potential* modesto o addirittura marginale e soprattutto destinato a materializzarsi solo implementando una rischiosissima strategia dalle sparute probabilità di successo, tale da combinare limitate opportunità di creazione di ricchezza con importanti probabilità di attualizzazione di quel *downside risk* a cui solo il *venture capitalist* sarebbe esposto, tale che il *venture capitalist* è legittimato a lasciar prevalere il proprio interesse a liquidare l'investimento invece di implementare rischiose strategie di business che potrebbero comportare una più significativa distruzione di valore<sup>833</sup>.

Si a quel punto rilevato come, da un lato, anche in ragione dell'indisponibilità di meccanismi di mercato, come la reputazione, in grado di efficacemente prevenire tali condotte opportunistiche e le inefficienze distributive e allocative che ne scaturirebbero, giustificino l'introduzione di una regola eteronoma volta a tutelare l'imprenditore e in definitiva ristabilire la logica contrattuale infranta; e come, dall'altro lato, si imponga, all'atto di enucleare la disciplina che governa la *trade sale*, una conformazione tale da riflettere la circostanza che in certi altri frangenti al *venture capitalist* è senz'altro attribuito *ex contractu* il potere di procedere a una *trade sale* distruttiva di valore, che, pur non differenziandosi, sul piano del risultato finale, da quella alla quale si sarebbe pervenuti in ragione di una scelta opportunistica, risulta invece pienamente legittima, appunto perché funzione dell'esercizio di puntuali

---

<sup>832</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 18.

<sup>833</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 18.1.5.

prerogative *ex contractu*. Si è, cioè, fatta luce sull'esigenza di imprimere ad un ideale intervento regolatorio una conformazione sufficientemente flessibile da essere bensì in grado di tutelare l'imprenditore dal rischio di *trade sales* distruttive di valore sorrette da motivazioni meramente opportunistiche, senza però perciò solo essere incapace di tollerare *trade sales* distruttive di valore che le parti si erano *ex ante* prefigurate come legittime<sup>834</sup>.

Sulla scorta di tale quadro concettuale che si è a seguire proceduto, entro certi limiti<sup>835</sup>, alla ricostruzione, all'analisi e alla valutazione della disciplina che governa la *trade sale* negli Stati Uniti e in Italia: alla ricostruzione, all'analisi e alla valutazione della disciplina che governa la *cash-for-stock merger* dell'esperienza statunitense e la c.d. co-vendita da trascinamento dell'esperienza italiana, che, siccome funzionalmente equivalenti e caratterizzate da una struttura economica idealmente sovrapponibile, possono, nonostante le innegabili differenze sussistenti sul piano formale, essere fatte oggetto di trattazione congiunta<sup>836</sup>.

Uno dei dati salienti che l'elaborato ha consentito di porre in rilievo è che né il diritto statunitense, né il diritto italiano sembrano oggi assoggettare le operazioni tramite cui si perviene alla *trade sale* a una disciplina in grado di assecondare compiutamente le scelte dai privati consacrate nell'articolato negoziale deputato a regolarne gli interessi.

- (a) Un primo profilo di problematicità della disciplina della *trade sale* discende dalla generalizzata ed automatica operatività dell'*appraisal right*, di cui l'imprenditore può avvalersi a fronte di qualsiasi *trade sale* distruttiva di valore, anche benigna. Gli effetti redistributivi potenzialmente associati alla disponibilità di tale rimedio sono tuttavia prevenibili tramite specifiche soluzioni di *private ordering*, in grado di condurre alla disapplicazione dell'*appraisal right*. Un secondo e senza dubbio più importante profilo di problematicità della disciplina che negli Stati Uniti governa per diritto pretorio la *cash-for-stock merger* è funzione

---

<sup>834</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 19-20.

<sup>835</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* § 21.

<sup>836</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 22 ss. e 24 ss.

dell'ostinazione con cui le corti tendono a fare applicazione della regola della *value maximization* nell'interesse dei *residual claimants*, che, con specifico riferimento alla relazione di *business* in essere tra il *venture capitalist* e l'imprenditore, implica che il primo debba assumere la decisione – e dunque se procedere alla *trade sale* ovvero preservare l'indipendenza dell'impresa – in considerazione dell'idoneità di ciascuna di tali alternative non già a massimizzare la complessiva ricchezza comune, ma a massimizzare il valore *per l'imprenditore*. Tale regime finisce per imporre al *venture capitalist* non soltanto di assecondare l'inclinazione al rischio dell'imprenditore in situazioni in cui ciò comporta la distruzione di una data frazione della complessiva ricchezza comune, ma soprattutto di astenersi, salvo (forse) un marginale novero di ipotesi, da *qualsiasi* operazione di trasferimento del controllo totalitario degli *assets* sol perché distruttiva di valore, precludendogli, dunque, di esercitare specifiche prerogative dedotte invece in contratto (ossia, inibendo la possibilità di procedere a *trade sales* distruttive di valore benigne)<sup>837</sup>.

- (b) Il principale profilo di problematicità della disciplina che in Italia governa per diritto vivente la co-vendita da trascinamento è funzione della scelta degli interpreti di ricondurre tale operazione nel perimetro applicativo del principio di equa valorizzazione, che, per il tramite di una regola conformativa della clausola che fonda il potere del *venture capitalist* di provocare quell'operazione, consente all'imprenditore di beneficiare, a seconda dei punti di vista degli interpreti, della protezione apprestata da un *floor* o da un diritto di recesso, e in tal modo di conseguire utilità pari a quelle incorporate nella propria partecipazione anche in scenari in cui si era *ex ante* detto disponibile, pur di ottenere supporto dal *venture capitalist*, a patire le conseguenze di una *trade sale* distruttiva di valore. Come già quello statunitense (nella parte in cui in via di default contempla un *appraisal right*), anche tale regime, proteggendo la posizione dell'imprenditore da qualsiasi *trade sale* distruttiva di valore, e dunque a prescindere dalla circostanza che una di tali operazioni sia nel caso concreto sorretta da un intento

---

<sup>837</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub §§ 27 ss.



opportunistico ovvero il risultato dell'esercizio di legittime prerogative contrattuali, finisce per apprestare in favore dell'imprenditore una tutela "sovrrabbondante", che, dal punto di vista economico, può comportare, pur fermi gli opportuno distinguo tra tipi sociali, una redistribuzione della ricchezza generata dalla relazione contrattuale e dunque una rimodulazione, in negativo, della remunerazione degli investimenti del *venture capitalist*. Un secondo profilo di problematicità della disciplina cui per diritto italiano è soggetta la co-vendita da trascinarsi concerne invece i contenuti dei doveri fiduciari gravanti sul socio trascicante e dunque – per quanto qui rileva – del *venture capitalist*, che risultano da vari punti di vista declinati in termini generalisti e perciò denotano, per certi aspetti, scarsa aderenza rispetto alle peculiarità dell'accordo tra *venture capitalist* e imprenditore<sup>838</sup>.

È dalla constatata problematicità delle discipline fatte oggetto di disamina che si è allora fatto discendere lo sforzo volto a fare la risposta regolatoria statunitense e italiana oggetto di una critica utile a metterne a nudo i limiti funzionali e di ricercare, sull'assunto della persistenza dello *status quo*, soluzioni pratiche prontamente utilizzabili al fine di neutralizzare, per quanto possibile, le conseguenze derivanti dalle inadeguatezze delle discipline attualmente deputate a governare la *trade sale* negli Stati Uniti e in Italia.

Tutto ciò – è bene ribadirlo – nella prospettiva creare le condizioni affinché *venture capitalist* e imprenditori, in linea con l'ormai generalmente riconosciuta funzione del diritto societario quale strumento a supporto dell'imprenditorialità, possano godere, in un modo o nell'altro, di un quadro di regole quanto più possibile funzionali alla regolamentazione della relazione di *business* tra di essi intercorrente.

Così, con riferimento alla disciplina statunitense della *trade sale*, (i) si è notato che la modulazione, da parte delle corti, dei doveri fiduciari degli amministratori in termini tali da asservirli al perseguimento dell'obiettivo della massimizzazione del valore per i *common*

---

<sup>838</sup> Cfr. *supra*, Capitolo I, sub §§ 30 ss.

*shareholder* denota indifferenza rispetto alla strumentalità di tale obiettivo rispetto a quello, ultimo e superiore, della massimizzazione del valore della complessiva ricchezza comune, cioè dell'impresa nel suo complesso; (ii) si è rilevato come tale orientamento finisca per alterare profondamente la logica economica dell'accordo tra *venture capitalist* e imprenditore, esponendo il primo al costante rischio di un ricatto e precludendogli la possibilità di procedere a *trade sale* distruttive di valore benigne.

Si è perciò sottolineato come, proprio per via di tali limiti, si sia da più parti auspicato in quel contesto il ripensamento di quella disciplina, suggerendosi, in particolare, non soltanto il superamento della disfunzionale applicazione della regola della *value maximization for the common shareholders* oggi invalsa; ma anche una rimodulazione dei contenuti dei doveri fiduciari degli amministratori di questo genere di imprese, sì da riflettere la distinzione tra *trade sales* maligne e benigne e in definitiva non esporre il *venture capitalist* al rischio che l'imprenditore possa opportunisticamente fare uso dello strumento giudiziale, con tutte le conseguenze negative che, sul piano economico, possono scaturirne sul piano dell'efficienza distributiva della relazione di *business* e potenzialmente sul piano dell'efficienza allocativa.

Nella prassi, si è anche tentato di ricercare in taluni strumenti di *private ordering* una soluzione ai problemi scaturenti dalle prese di posizione della giurisprudenza, senza però riuscire nell'intento o, nel migliore degli scenari, pervenire a una soluzione a tutto voler concedere soltanto temporanea<sup>839</sup>.

Similmente, con riferimento alla disciplina italiana della *trade sale* si è innanzitutto osservato come sussistano ragioni per dubitare, già sul piano metodologico, delle modalità con cui si è pervenuti alla delineazione della fattispecie della co-vendita da trascinamento e quindi della relativa disciplina.

Si è poi rilevato come esistano una serie di elementi che potrebbero giustificare, anche a voler tacer d'altro, il ripensamento delle conclusioni cui sinora gli interpreti hanno teso in modo generalizzato a pervenire con

---

<sup>839</sup> Cfr. di nuovo *supra*, Capitolo I, sub §§ 27 ss.

riferimento alla configurabilità, in seno all'ordinamento di un principio di equa valorizzazione, si da consentire di disegnare una clausola di trascinamento senza *floor* – *recte*: che, anche a prescindere dal *floor*, non implichi una indiscriminata tutela del valore della partecipazione del socio trascinato e dunque dell'imprenditore – e perciò inidonea a generare le problematiche di cui si è detto.

D'altro canto, la constatata attualità dell'orientamento di segno contrario ha anche imposto di verificare anche se non possa *medio tempore* quantomeno immaginarsi, sulla scorta della giurisprudenza più recente, una soluzione di *private ordering* utile a rendere possibile la rinuncia al *floor*, quale il diritto di prelazione: sul punto, valorizzando certi recenti approdi giurisprudenziali, si è giunti a conclusioni affermative, ma non senza dare atto dei potenziali effetti negativi associati a tale soluzione.

Si è però anche fatto luce sul fatto che, affinché possa davvero pervenirsi al totale superamento delle ragioni di problematicità della disciplina della co-vendita nella parte in cui in un modo o nell'altro si preoccupa di proteggere indistintamente il valore attuale della partecipazione del socio trascinato, sia invero necessario non soltanto superare in qualche modo la logica del *floor*, ma alla qualificazione della clausola di trascinamento come limite alla circolazione della partecipazione: qualificazione cui si accompagnerebbe l'obbligatoria previsione *ex contractu* (per la s.p.a.) o l'operatività *ex lege* (per la s.r.l.) di un diritto di recesso in grado di generare i medesimi problemi distributivi associati al *floor*. Al riguardo si è dato atto delle ragioni per cui il tentativo di procedere all'accostamento della clausola di trascinamento alla clausola di mero gradimento, per il tramite di un parallelo con la clausola di prelazione impropria, sia invero privo di pregio.

Ci si è infine brevemente soffermati sul tema degli obblighi fiduciari gravanti sul *venture capitalist* in quanto socio trascinante. Al riguardo, ci si è limitati ad articolare alcune notazioni concernenti taluni aspetti dei detti doveri fiduciari sui quali si impone di soffermarsi – anche traendo spunto dall'esperienza statunitense – più di quanto si sia sinora fatto, al fine ultimo di garantire che essi siano disegnati in modo tale da aderire massimamente alla logica economica del rapporto di

*business* esistente tra *venture capitalist* e imprenditore. Sempre nell'ottica – si intende – di mettere a disposizione degli operatori un prodotto normativo più funzionale rispetto alle loro reali esigenze<sup>840</sup>.

#### 34. Notazioni di chiusura

Gli obiettivi di questo elaborato erano tre.

Il primo e basilare obiettivo perseguito è stato quello di conseguire una più granulare conoscenza della struttura economica del rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore al fine di (i) comprenderne appieno la logica; (ii) delineare con sufficiente precisione le prerogative dell'uno e dell'altro; e, quindi, (iii) far luce sulle dinamiche osservabili in occasione della *trade sale*, sia *ex ante* che *ex post*.

Il secondo obiettivo è stato quello di delineare la disciplina che governa la *trade sale* negli Stati Uniti e in Italia, al fine di comprendere – soffermandosi per un verso sulla cash-for-stock merger e per altro verso sulla co-vendita da trascinamento – come il diritto vigente in tali due giurisdizioni sia, in effetti, in grado di servire le esigenze di *venture capitalist* e imprenditori, assecondando la logica economica cui risulta informato il regolamento negoziale deputato a regolarne lo svolgimento.

Il terzo e ultimo obiettivo è quello di analizzare la risposta regolatoria negli Stati Uniti e in Italia, evidenziandone gli eventuali limiti e sforzandosi, pur senza offrire soluzioni definitive, di porre in rilievo taluni elementi in considerazione dei quali sarebbe forse possibile elaborare percorsi argomentativi utili a migliorarla, come pure di segnalare possibili soluzioni pratiche *medio tempore* utili a superarne le correnti disfunzionalità.

Dalla sintesi cui si è poco sopra proceduto si desume come tali obiettivi siano stati fundamentalmente raggiunti.

---

<sup>840</sup> Cfr. di nuovo *supra*, Capitolo I, *sub* §§ 30 ss.

Ora si dispone, pertanto, sia di una più granulare conoscenza sia dei problemi posti dalla co-vendita da trascinamento, e della variabilità delle esigenze di tutela del socio trascinato; sia di più numerose e precise informazioni sia in merito all'esperienza statunitense, cui sinora il dibattito in tema non ha affatto guardato ma cui oggi non si può fare a meno di attingere all'atto di affrontare qualsiasi problematica di diritto societario e, in particolare, il tema del rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore, sia, soprattutto, in merito al posto che tale operazione occupa in seno all'ordinamento societario domestico, per quanto già rilevato non più delineabile sulla scorta del mero riferimento alle vicende di disinvestimento forzato.

È proprio da tali dati che ci si propone di far principiare la ricerca che verrà, sì come appunto destinata, per come già pianificata, all'approfondimento delle tematiche squisitamente gius-positive della *trade sale* e, in particolare, della co-vendita da trascinamento: a cominciare proprio da quella causa concreta del contratto di società tra *venture capitalist* e imprenditore e all'effettivo modo di essere dell'interesse sociale in queste realtà d'impresa che in questo scritto non si è avuto modo di fare oggetto di trattazione alcuna, ma che meritano di essere investigati a fondo al fine di impostare la discussione muovendo da un precisa idea del *perché* e del *per cosa* *venture capitalist* e imprenditore può dirsi, *de jure condito*, co-investano; e, da lì, affrontare su altre basi – ma comunque tenendo presente le illuminanti indicazioni ricavabili dall'esperienza statunitense – il tema della tutela del valore attuale dell'investimento e soprattutto delle modalità di esercizio del potere di provocare la co-vendita da trascinamento.

Tutto ciò – come peraltro si è già sinora tentato di fare – sempre nella prospettiva finale di pervenire, “*fin dove possibile, [ad una ricostruzione della disciplina della co-vendita da trascinamento che rifletta una lettura dei dati positivi] idonea a far loro produrre un risultato economicamente razionale*” e, dunque, in grado di supportare la complessiva efficienza del sistema giuridico e, quindi, economico<sup>841</sup>.

---

<sup>841</sup> Il virgolettato è, salvo le opportune modificazioni (non di sostanza), di A. MAZZONI, *L'impresa*, cit., p. 662.

\* \* \*

## Bibliografia

1. ACS Z.J. - AUDRETSCH D.B., *An Empirical Examination of Small Firm Growth* (1987), in *Economics Letters* 25, pp. 363 ss.;
2. ADAMS J., *Principals and Agents, Colonialists and Company Men: The Decay of Colonial Control in the Dutch East Indies* (1996), in *American Sociological Review* 61, pp. 12 ss.;
3. AGHION P. - DEWATRIPONT M. - REY P., *Renegotiation Design with Unverifiable Information* (1994), in *Econometrica* 62, pp. 257 ss.;
4. AGHION P. - HOWITT P., *A Model of Growth through Creative Destruction* (1992), in *Econometrica* 60, pp. 323 ss.;
5. AGHION P. - HOWITT P., *Capital, Innovation, and Growth Accounting* (2007), in *Oxford Review of Economic Policy* 23, pp. 79 ss.;
6. AKERLOF G., *The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism* (1970), in 84 *Quarterly Journal of Economics*, pp. 488 ss.;
7. ALCARO F., *Mandato e fiducia*, in TONDO S., *I patrimoni separati tra tradizione e innovazione*, Torino, Giappichelli, 2007, pp. VI-282, pp. 81 ss.;
8. ALCHIAN A.A. - DEMSETZ H., *Production, Information Costs, and Economic Organization* (1972), in 62 *American Economic Review*, pp. 777 ss.;
9. ALEMANY L. - ANDREOLI J.J. (a cura di), *Entrepreneurial Finance*, Cambridge, CUP, 2018, pp. XXIV-621;
10. ALLEN F. - SANTOMERO A.M., *The Theory of Financial Intermediation* (1998), in *Journal of Banking & Finance* 21, pp. 1461 ss.;
11. ALLEN W.T. - KRAAKMAN R. - SUBRAMANIAN G., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York, Wolters Kluwer, 2009 (3a ed.), pp. XXVI-724;
12. AMATUCCI A., *La scuola del diritto commerciale di Alessandro Graziani e "Le situazioni soggettive dell'azionista" di Enzo Buonocore*;
13. AMIHUD Y. - KAHAN M. - SUNDARAM R.K., *The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers* (2004), in *The Journal of Finance* 59, pp. 1325 ss.;
14. AMIT R. - BRANDERA J. - ZOTTA C., *Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence* (1998), in *Journal of Business Venturing* 13, pp. 441 ss.;
15. AMIT R. - GLOSTEN L. - MÜLLER E., *Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk-sharing* (1990), in *Management Science* 36, pp. 1232 ss.;
16. ANGELICI C., *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2011, I, pp. 182 ss.;
17. ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in COLOMBO E. - PORTALE G.B., *Trattato delle società per azioni. Vol. 2, tomo 1*, Torino, 1991, pp. XI-491, pp. 99 ss.;

18. ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in E. COLOMBO - G.B. PORTALE, *Trattato delle società per azioni. Vol. 2, tomo 1*, Torino, 1991, pp. XI-491, pp. 99 ss.;
19. ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, pp. II-232, spec. pp. 9 ss. e 71 ss.;
20. ANGELICI C., *Rapporti sociali e regole della correttezza*, in *Giur. comm.*, 1992, I, pp. 1020 ss.;
21. ANNUNZIATA F., *Gli Oicr di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in D'APICE R. (a cura di), *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Bologna, Il Mulino, 2016, pp. III-826, pp. 337 ss.;
22. ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e riforme*, Milano, Egea, 2018, pp. XX-228;
23. ANNUNZIATA F., *Sub art. 2473-bis c.c.*, in BIANCHI L.A. (a cura di), *Società a responsabilità limitata* (in MARCHETTI P.G. - BIANCHI L.A. - GHEZZI F. - NOTARI M. (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*), Milano, Egea-Giuffrè, 2008, pp. XI-877, pp. 533 ss.;
24. ANNUNZIATA F., *Sub art. 2473-bis c.c.*, in L.A. BIANCHI (a cura di), *Società a responsabilità limitata* (in P.G. MARCHETTI - L.A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*), Milano, Egea-Giuffrè, 2008, pp. XI-877, pp. 533 ss.;
25. ANTE S.E., *Creative Capital: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital*, Boston, Harvard Business School Press, 2008, pp. XIX-299;
26. ARATA F., *Introducibilità a maggioranza della clausola drag-along* (Tesi di dottorato), disponibile sul sito dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano all'indirizzo <<https://air.unimi.it/>>;
27. ARCOT S., *Participating Convertible Preferred Stock in Venture Capital Exits* (2014), in *Journal of Business Venturing* 29, pp. 72 ss.;
28. ARDIZZONE L., *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Milano, Egea, 2018, pp. 249;
29. ARMOUR J. - ENRIQUES L. - HANSMANN H. - KRAAKMAN R., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in ARMOUR J. - ENRIQUES L. - KRAAKMAN R. - DAVIES P. - HANSMANN H. - HERTIG G. - HOPT K.J. - KANDA H. - PARGLENDER M. - RINGE W.-G - ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, OUP, 2017 (3a ed.), pp. XVII-281, pp. 49 ss.;
30. ARMOUR J. - ENRIQUES L. - KRAAKMAN R. - DAVIES P. - HANSMANN H. - HERTIG G. - HOPT K.J. - KANDA H. - PARGLENDER M. - RINGE W.-G - ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, OUP, 2017 (3a ed.), pp. XVII-281;
31. ARMOUR J. - ENRIQUES L., *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts* (2018), in *Modern Law Review* 81, pp. 51 ss.;
32. ARMOUR J. - HANSMANN H. - KRAAKMAN R. - PARGLENDER M., *What is Corporate Law*, ARMOUR J. - ENRIQUES L. - KRAAKMAN R. - DAVIES P. - HANSMANN H. - HERTIG G. - HOPT K.J. - KANDA H. - PARGLENDER M. - RINGE W.-G - ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, OUP, 2017 (3a ed.), pp. XVII-281, pp. 1 ss.;
33. ARRINGTON M., *FilmLoop Betrayed By Investors?*, in *TechCrunch*, 12 febbraio 2007, disponibile all'indirizzo



- <<https://web.archive.org/web/20120521194951/http://techcrunch.com:80/2007/02/12/filmloop-betrayed-by-investors/>>;
34. ARROW K. - DEBREU G., *Existence of Equilibrium for a Competitive Economy* (1954), in 22 *Econometrica*, pp. 265 ss.;
  35. ATANASOV V. - IVANOV V. - LITVAK K., *Does Reputation Limit Opportunistic Behavior in the VC Industry? Evidence from Litigation against VCs* (2012), in *The Journal of Finance* 67, pp. 2215 ss.;
  36. AVCI S. - SCHIPANI C.A. - SEYHUN H.N., *The Elusive Monitoring Function of Independent Directors* (2018), in 21 *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, pp. 121 ss.;
  37. AYOTTE K. - HOTCHKISS E.S. - THORBURN K. S., *Governance in Financial Distress and Bankruptcy*, in WRIGHT M. - SIEGEL D.S. - KEASY K. - FILATOTCHEV I. (a cura di), *Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford, OUP, 2013, pp. XVIII-811, pp. 159 ss.;
  38. BAINBRIDGE S.M., *Corporate Law*, Foundation Press, 2009 (2a ed.), pp. XVII-508;
  39. BAINBRIDGE S.M., *In Defense of the Shareholder Value Maximization Norm: A Reply to Professor Green* (1993), in 50 *Washington & Lee Law Review*, pp. 1423 ss.;
  40. BAINBRIDGE S.M., *Much Ado about Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency* (2006), in *Journal of Business and Technology Law* 12, pp. 336 ss.;
  41. BAIRD D.G. - HENDERSON M.T., *Other People's Money* (2008), in 60 *Stanford Law Review*, pp. 1309 ss.;
  42. BALDWIN R. - CAVE M. - LODGE M., *Understanding Regulation. Theory, Strategy, and Practice*, Oxford, OUP, 2011, pp. XIX-433;
  43. BALLERINI L., *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e strutture*, in *Contr. imp.*, 2014, pp. 1011 ss.;
  44. BALLERINI L., *I patti di covendita: aspetti operativi*, in *Contr. imp.*, 2014, pp. 1466 ss.;
  45. BARRY C.B. - MUSCARELLA C.J. - PEAVY J.W. - VETSUYPENS M.R., *The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-public Process* (1990), in *Journal of Financial Economics* 27, pp. 447 ss.;
  46. BARTLETT III R.P., *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End* (2015), in 38 *Seattle U. L. Rev.*, pp. 255 ss.;
  47. BARTLETT III R.P., *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation* (2006), in 54 *UCLA Law Review*, pp. 37 ss.;
  48. BASTA V., *Investing in the US and Europe Are Totally Different Industries*, in *Technocrunch*, 7 giugno 2017, disponibile sul sito del magazine all'indirizzo <<https://techcrunch.com>>;
  49. BEATTY R.P. - RITTER J.R., *Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings* (1986), in *Journal of Financial Economics* 15, pp. 213 ss.;
  50. BEATTY R.P., *Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings* (1989), in *The Accounting Review* 64, pp. 693 ss.;
  51. BEBCHUK L. - KRAAKMAN R. - TRIANTIS G., *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of*

- Separating Control From Cash-Flow Rights*, in R. MOCK, *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, Chicago University Press, 1999, pp. XI-656, pp. 443 ss.;
52. BEBCHUK L.A. - HAMDANI A., *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters* (2002), in *The Yale Law Journal* 112, pp. 553 ss.
  53. BECHT M. - FRANKS J. - GRANT J. - WAGNER H.F., *Returns to Hedge Fund Activism: An International Study* (2017), in *The Review of Financial Studies* 30, pp. 2933 ss.;
  54. BECKER A - SMITH W., *Chancery Court Denies Appraisal Rights where a Stockholders' Agreement Requires that Stockholders Refrain from Appraisal Petition*, in *K&L Gates - Delaware Docket*, 6 novembre 2018, disponibile all'indirizzo <https://www.klgatesdelawaredocket.com/2018/11/chancery-court-denies-appraisal-rights-where-a-stockholders-agreement-requires-that-stockholders-refrain-from-appraisal-petition/>;
  55. BECKER G., *A Theory of Marriage: Part I* (1973), in 81 *Journal of Political Economy*, pp. 813 ss.;
  56. BECKER G., *A Theory of Marriage: Part II* (1974), in 82 *Journal of Political Economy*, pp. 11 ss.;
  57. BECKER G.S., *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*, New York, Columbia University Press, 1965, pp. XVI-187;
  58. BELTRAMI P., *La responsabilità per danni da fusione*, Torino, Giappichelli, 2008, XI-344, spec. p. 223, ma anche *passim*;
  59. BENNER K. - PICKER L., *Good Technology Investors Sue J.P. Morgan, Claiming Conflicts*, in *The New York Times - online edition*, 1 settembre 2016, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com);
  60. BENNER K., *Common Stock Ownership Spreads Among Start-Up Investors*, in *New York Times - BITS*, 27 dicembre 2015, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo <https://bits.blogs.nytimes.com/>;
  61. BENNER K., *When a Unicorn Start-up Stumbles, Its Employees Get Hurt*, in *New York Times - online edition*, 23 dicembre 2015, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com);
  62. BENUSSI A., *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in BENAZZO P. - CERA M. - PATRIARCA S. (a cura di), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze - Studi in onore di Giuseppe Zanonone*, Torino, Utet, pp. XXII-778, pp. 63 ss.;
  63. BERGLOF E., *A Control Theory of Venture Capital Finance* (1994), in *Journal of Law, Economics, and Organizations* 10, pp. 274 ss.;
  64. BERKOVITCH E. - KHANNA N., *How Target Shareholders Benefit from Value-Reducing Defensive Strategies in Takeovers* (1990), in *The Journal of Finance* 45, pp. 137 ss.;
  65. BERNHEIM B.D. - WHINSTON M., *Common Agency* (1986), in 54 *Econometrica*, pp. 923 ss.;
  66. BERNSTEIN S. - GIROUD X. - TOWNSEND R.R., *The Impact of Venture Capital* (2016), in *The Journal of Finance* 71, pp. 1591 ss.;
  67. BERTONI F. - COLOMBO G. - QUAS A., *The Patterns of Venture Capital Investment in Europe* (2015), in *Small Business Economics* 45, pp. 543 ss.

68. BERTONI F. - CROCE A., *Policy Reforms for Venture Capital in Europe*, in M. G. COLOMBO - L. GRILLI - L. PISCITELLO - C. ROSSI-LAMASTRA (a cura di), *Science and Innovation Policy for the New Knowledge Economy*, Cheltenham, Edward Elgar, 2011, pp. VIII-548, pp. 137 ss.;
69. BHATTACHARYA U. - LEE J.H. - POOL V.K., *Conflicting Family Values in Mutual Fund Families* (2013), in 68 *Journal of Finance*, pp. 173 ss.; DAVIS G.F. - KIM E.H., *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds* (2007), in 85 *Journal of Financial Economics*, pp. 552 ss.;
70. BIAIS E. - PEROTTI E., *Entrepreneurs and New Ideas* (2008), in *Rand Journal of Economics* 39, pp. 1105 ss.;
71. BIANCA C.M., *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, pp. 205 ss.;
72. BIANCA M.C., *Le autorità private*, Napoli, Jovene, 1977, pp. XVI-180;
73. BIENZ C. - WALZ U., *Financing Practices in the German Venture Capital Industry: An Empirical Study*, in G.N. GREGORIOU - M. KOOLI - A. KRAEUSSEL (a cura di), *Venture Capital in Europe*, Oxford, Elsevier, 2007, XXIX-402, pp. 217 ss.;
74. BIENZ C. - WALZ U., *Venture Capital Exit Rights* (2010), in *Journal of Economic & Management Strategy* 19, pp. 1071 ss.;
75. BIRDTHISTLET W.A. - HENDERSON M.T., *One Hat Too Many? Investment Desegregation in Private Equity* (2009), in 76 *The University of Chicago Law Review*, pp. 45 ss.;
76. BISHOP S., *Good Tech Investors Seek To Block \$425M BlackBerry Deal*, in *Law 360*, 13 dicembre 2015, disponibile all'indirizzo <[www.law360.com](http://www.law360.com)>;
77. BLACK B.S. - GILSON R.J., *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets* (1998), pp. 243 ss.;
78. BLACK B.S. - KRAAKMAN R., *A Self-Enforcing Model of Corporate Law* (1996), in *Harvard Law Review* 109, pp. 1911 ss.;
79. BLACK B.S., *Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis* (1990), in 84 *Northwestern University Law Review*, pp. 542 ss.;
80. BLACK J., *Rules and Regulators*, Oxford, OUP, 1997, pp. XI-745;
81. BLAIR M.M. - STOUT L.A., *A Team Production Theory of Corporate Law* (1999), in *Virginia Law Review* 85, pp. 248 ss.;
82. BLAIR M.M. - STOUT L.A., *Specific Investment: Explaining Anomalies in Corporate Law* (2006), in *The Journal of Corporation Law* 2006, pp. 719 ss.;
83. BLAIR M.M., *Locking-in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century* (2003), in 51 *UCLA Law Review*, pp. 387 ss.;
84. BLANK S., *Why the Lean Start-up Changes Everything* (2013), in *Harvard Business Review* 91, pp. 63 ss.;
85. BLAUSTEIN D.I., Manoscritto senza titolo e senza numeri di pagina, inedito e consultato per gentile concessione dell'autore;
86. BLEIER S.R., *When Nothing is Fair: In re Trados and the Fiduciary Duties of Investor Directors* (2013), in *VC Spotlight by Morse Barnes-Brown Pendelton*, 1 agosto 2013, disponibile all'indirizzo <<http://www.mbbp.com/news/stockholder-conflicts-exit#footnotes>>;

87. BLOCK K.T. - BERG J.S., *Towing the Line: An Analysis of Drag-along Rights under the Michigan Business Corporation Act* (2008), in *The Michigan Business Law Journal* 28, pp. 20 ss.;
88. BOCHNER S.E. - SIMMERMAN A.L., *The Venture Capital Board Member's Survival Guide: Handling Conflict Effectively while Wearing Two Hats* (2016), in *Delaware Journal of Corporate Law* 41, pp. 1 ss.;
89. BOOTH B., *Acquisitions as the Silent Partner in Biotech Liquidity: IPO Vs. M&A Exit Paths*, in *Forbes - edizione online*, 27 ottobre 2014, disponibile sul sito del magazine all'indirizzo <www.forbes.com>;
90. BORDIGA F., *Cessione (integrale) del capitale di s.p.a. "chiusa" e c.d. "premio di maggioranza"*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2017, I, pp. 620 ss.;
91. BOSCHNER S.E. - SIMMERMAN A.L., *The Venture Capital Board Member's Survival Guide: Handling Conflicts Effectively While Wearing Two Hats* (2016), in *41 Delaware Journal of Corporation Law*, pp. 1 ss.;
92. BOTTAZZI L. - DA RIN M. - HELLMANN T., *The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis* (2004), in *The Journal of Private Equity* 7, pp. 26 ss.
93. BOTTAZZI L. - DA RIN M. - HELLMANN T., *Who are The Active Investors? Evidence from Venture Capital* (2008), in *Journal of Financial Economics* 89, pp. 488 ss.;
94. BOTTAZZI L. - DA RIN M., *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies* (2002), in *Economic Policy* 17, pp. 229 ss.;
95. BOTTI L., *Clausola di "covendita forzata" e "drag along"*, in *Giur. comm.*, 2016, II, pp. 905 ss.;
96. BOTTI L., *La clausola di drag-along come forma di autolimitazione ed espropriazione indiretta del diritto di proprietà (lavoro presentato in occasione del IX Convegno annuale dell'associazione italiana dei Professori di diritto commerciale, 23-24 febbraio 2018, Roma)*;
97. BOWER J.L. - CHRISTENSEN C.M., *Disruptive Technologies: Catching the Wave* (1995), in *Harvard Business Review* 73, pp. 43 ss.;
98. BOYER T. - BLAZY R., *Born to Be Alive? The Survival of Innovative and Non-innovative French Micro-start-ups* (2014), in *Small Business Economics* 42, pp. 669 ss.;
99. BRATTON W.W. - WACHTER M.L., *A Theory of Preferred Stock* (2013), 161 *University of Pennsylvania Law Review*, pp. 1815 ss.;
100. BRATTON W.W., *Corporate Finance. Cases and Materials*. Philadelphia, Foundation Press, 2016 (8a ed.), pp. XXXVI-1401;
101. BRATTON W.W., *Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control* (2002), in *Michigan Law Review* 100, pp. 891 ss.;
102. BRESNAHAN T.F. - TRAJTENBERG M., *General Purpose Technologies "Engines of Growth"?* (1995), in *Journal of Econometrics* 65, pp. 83 ss.;
103. BREUER W. - PINKWART A., *Venture Capital and Private Equity Finance as Key Determinants of Economic Development* (2018), in *Journal of Business Economics* 88, pp. 319 ss. ;
104. BROUGHMAN B.J. - FRIED J.M. - IBRAHIM D.D., *Delaware Law as Lingua Franca: Theory and Evidence* (2014), in *The Journal of Law and Economics* 57, pp. 865 ss.;

105. BROUGHMAN B.J. - FRIED J.M., *Carrots and Sticks: How VCs Induce Entrepreneurial Teams to Sell Startups* (2013), in *Cornell Law Review* 98., pp. 1320 ss.;
106. BROUGHMAN B.J. - FRIED J.M., *Renegotiation of Cash Flow Rights in the Sale of VC-backed Firms* (2010), in *Journal of Financial Economics* 95, pp. 384 ss.;
107. BROUGHMAN B.J., *The Role of Independent Directors in Startup Firms* (2010), in *Utah Law Review* 3, pp. 461 ss.;
108. BRUDNEY V. - CHIRELSTEIN M., *Cases and Materials on Corporate Finance*, Mineola (NY), 1972 (1a ed.), pp. XXXIX-196;
109. BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, pp. XVI-303;
110. BURKART M. - PANUNZI F., *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, in G. FERRARINI - K.J. HOPT - J. WINTER - E. WYMEERSCH (a cura di), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, 2003, Oxford, Oxford University Press, pp. XXVI-1104, pp. 155 ss.
111. BURRIELLO C., *Pensa positivo, agisci positivo: l'approccio giusto per la tua startup*, in *CSI Incubatore – Blog*, 30 luglio 2018, disponibile all'indirizzo <<http://www.incubatorenapoliest.it/pensa-positivo-agisci-positivo-lapproccio-giusto-per-la-tua-startup/>>;
112. BUSANI A. - SAGLIOCCA M., *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Società* (Le), 2011, pp. 925 ss.;
113. BUSANI A., *Massime notarili e orientamenti professionali [in tema di] drag along (diritto di pretendere la co-vendita)*, in *Società* (Le), 2017, pp. 1162 ss.;
114. BUSANI A., *S.r.l.: il nuovo ordinamento dopo il d. lgs. 6/2003*, Milano, Egea, XIV-626, spec. p. 403;
115. BYGRAVE W.D. - HAY M. - NG E. - REYNOLDS P., *Executive Forum: A Study of Informal Investing in 29 Nations Composing the Global Entrepreneurship Monitor* (2003), in *Venture Capital* 5, pp. 101 ss.;
116. BYGRAVE W.D., *The Structure of the Investment Networks of Venture Capital Firms* (1988), in *Journal of Business Venturing* 3, pp. 137 ss.;
117. CABLE A.J.B., *Opportunity-Cost Conflicts in Corporate Law* (2015), in 66 *Case Western Reserve Law Review*, pp. 51 ss.;
118. CAGNASSO O., *La società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2014, pp. XI-398;
119. CALANDRA BUONAURA V., *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 291 ss.;
120. CALLISON W. - FENWICK M. - McCAHERY J.A. - VERMEULEN E.P.M., *Corporate Disruption: The Law and Design of Organizations in the Twenty-First Century* (2018), in *European Business Organization Law Review* 19, pp. 737 ss.
121. CALVOSA L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, pp. 195 ss.;
122. CALVOSA L., *La clausola di riscatto*, Milano, Giuffrè, 1995, pp. VI-333;
123. CAMP J.J., *Venture Capital Due Diligence: A Guide to Making Smart Investment Choices*, Hoboken (NJ), Wiley & Sons, 2002, pp. VII- 267

124. CAMPBELL T. - KRACAW W., *Information Production, Market Signaling, and the Theory of Financial Intermediation* (1980), in *35 Journal of Finance*, pp. 863 ss.
125. CARDOZO B.N., *The Nature of the Judicial Process*, New Haven, Yale University Press, 2010, pp. 156;
126. CARREE M.A. - THURIK A.R., *The Impact of Entrepreneurship on Economic Growth*, in: Z.J. ACS - D.B. AUDRETSCHAT, *Handbook of Entrepreneurship Research. An Interdisciplinary Survey and Introduction*, Boston - Dordrecht - London, Kluwer Academic Publishers, 2003, pp. XIII-555, pp. 437 ss.;
127. CASALE F., *L'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 816 ss.;
128. CASELLI S., *Private Equity and Venture Capital in Europe. Markets, Techniques, and Deals*, Oxford, Elsevier, 2010, pp. XXV-342;
129. CASSAR G., *The Financing of Business Start-ups* (2004), in *Journal of Business Venturing* 19, pp. 261 ss.;
130. CASSOTTANA M., *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, Giuffrè, pp. XI-221;
131. CENTONZE M., *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, pp. 51 ss.;
132. CERA M., *La disciplina del recesso da società di capitali tra pluralità di fattispecie ed interessi divergenti*, in CERA M. - MONDINI P.F. - PRESTI G. (a cura di), CERA M. - MONDINI P.F. - PRESTI G., *La riforma del diritto societario nella "Giurisprudenza delle imprese"*, Milano, 2017, pp. IX-233, pp. 171 ss.;
133. CERA M., *Le pene civili nel diritto privato d'impresa*, Milano, Giuffrè, 2005, pp. XIV-398;
134. CHAN Y.-S., *On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information* (1983), in *38 Journal of Finance*, pp. 1543 ss.
135. CHANG C., *The Comprehensive Guide To Raising Good Seed Capital*, in *Spring - Making Impact Entrepreneurship Mainstream*, 8 maggio 2018, disponibile all'indirizzo <https://spring.is/blog/the-comprehensive-guide-to-raising-good-seed-capital/>;
136. CHEMLA G. - HABIB M.A. - LJUNGQVIST A., *An Analysis of Shareholder Agreements* (2007), in *5 Journal of the European Economic Association*, pp. 93 ss.;
137. CHEMMANUR T.J. - KRISHNAN K. - NANDY D., *How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look beneath the Surface* (2011), in *Review of Financial Studies* 24, pp. 4037 ss.;
138. CHRISTENSEN C.M. - RAYNOR M.E. - McDONALD R., *What is Disruptive Innovation* (2015), in *Harvard Business Review* 93, pp. 44 ss.;
139. CHRISTENSEN C.M., *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*, Cambridge (MA), Harvard Business Review Press, 1995, pp. XI-188;
140. CHUA J.H. - WOODWARD R.S., *Splitting the Firm between the Entrepreneur and the Venture Capitalist with the Help of Stock Options* (1993), in *Journal of Business Venturing* 8, pp. 43 ss.;

141. CHUFF C.B. - GREENBERG M.M. - CLINE J.J. - BARTHOLOMEW T.B., *Contractual Waivers of Appraisal Rights Declared Valid under Delaware Law*, in *Pepper Hamilton Briefings*, 5 ottobre 2018, p. 1 ss.;
142. CIOCCA N., *Il recesso del socio dalla società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 165 ss.;
143. CLARKS R.C., *Corporate Law*, Boston-Toronto, Little Brown, 1986, pp. XXVII-837;
144. COATES IV J.C., *Fair Value as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minorities Discounts in Conflict Transactions* (1999), in *University of Pennsylvania Law Review* 147, pp. 1251 ss.;
145. COATES IV J.C., *Mergers, Acquisitions and Restructuring: Types, Regulation, and Patterns of Practice*, in J.N. GORDON - W.-G. RINGE (a cura di), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, OUP, 2016, Kindle Edition;
146. COFFEE Jr. J.C., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role* (1989), in *89 Columbia Law Review* , pp. 1618 ss.;
147. COGEN D.N. - HEALY D. W. - BONG KIM K. - KANG T., *In re Trados - Important Lessons for Directors on Fiduciary Duties to Common Stockholders*, in *Fenwick & West Corporate and Securities Alerts*, 16 settembre 2013, disponibile all'indirizzo <<https://www.fenwick.com/publications/pages/corporate-and-securities-alert-in-re-trados-important-lessons-for-directors-on-fiduciary-duties-to-common-stockholders.aspx>>;
148. COHEN L., *Holdouts and Free Riders* (1991), in *20 The Journal of Legal Studies*, pp. 351 ss.;
149. CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PRATO E PISTOIA, *Orientamento in tema di "Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino"*, in *Riv. not.*, 2018, III, pp. 671 ss.;
150. CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE *Massima I.I.25 (del settembre 2017) in tema di "Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro"*, liberamente accessibile sul sito del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie all'indirizzo <<http://www.notaitriveneto.it/>>;
151. CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.I.19 (del settembre 2006) in tema di "Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro"*, liberamente accessibile sul sito del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie all'indirizzo <<http://www.notaitriveneto.it/>>;
152. CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.I.19 (del settembre 2017) in tema di "Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro"*, liberamente accessibile sul sito del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie all'indirizzo <<http://www.notaitriveneto.it/>>;
153. CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE, *Massima I.I.25 (del settembre 2006) in tema di "Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro"*, liberamente accessibile sul sito del Comitato

- Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie all'indirizzo <<http://www.notaitriveneto.it/>>;
154. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima (senza data) n. 74 rubricata "Cause convenzionali di recesso (artt. 2437 e 2473 c.c.)" liberamente accessibile sul sito del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie all'indirizzo <<https://www.consiglionotarilemilano.it/>>;
  155. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima (senza data) n. 85, rubricata "Limiti di efficacia della clausola di prelazione c.d. "impropria" negli statuti di s.p.a. (art. 2355-bis c.c.)", liberamente accessibile sul sito del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie all'indirizzo <<https://www.consiglionotarilemilano.it/>>;
  156. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima (senza data) n. 86. rubricata "Clausola di prelazione c.d. "impropria" negli atti costitutivi di s.r.l. e diritto di recesso (art. 2469 c.c.)", liberamente accessibile sul sito del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie all'indirizzo <<https://www.consiglionotarilemilano.it/>>;
  157. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima del 18 maggio 2007, n. 99, rubricata "Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto" (art. 2437-sexies, c.c.);
  158. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima del 22 novembre 2005, n. 88, rubricata "Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di 'covendita' delle partecipazioni", liberamente accessibile sul sito del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie all'indirizzo <<https://www.consiglionotarilemilano.it/>>;
  159. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima del 5 marzo 2013, n. 126, rubricata "Ripartizione non proporzionale del corrispettivo di vendita o di riscatto di partecipazioni sociali (artt. 2348 e 2468, c.c.)", liberamente accessibile sul sito del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie all'indirizzo <<https://www.consiglionotarilemilano.it/>>;
  160. CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, Massima del 1 luglio 2013, n. 7, in tema di "Clausole di co-vendita e di trascinarsi: tipologia e limiti di validità", in *Riv. not.*, 2013, III, pp. 1099 ss.;
  161. CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, Massima del 1 luglio 2013, n. 8, in tema di "Clausole di co-vendita e trascinarsi: possibilità di introduzione a maggioranza", in *Riv. not.*, 2013, III, pp. 1099 ss.;
  162. CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, Massima del 1 luglio 2016, n. 5 rubricata "Azioni Redimibili", in *Riv. not.*, 2016, III, pp. 766 ss.;
  163. COOTER R. - FREEDMAN B.J., *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences* (1991), in 66 *New York University Law Review*, pp. 1045 ss.;
  164. COOTER R. - ULEN U., *Law & Economics*, New York, Pearson, 2012 (6a ed.), pp. XII-555;
  165. COOTER R., *The Falcon's Gyre. Legal Foundations of Economic Innovation and Growth* (Berkeley Law Books. 1) (2014), liberamente disponibile all'indirizzo <<https://scholarship.law.berkeley.edu/books/1/>>;
  166. CORAPI D., *Clausola di mero gradimento e clausole di prelazione dopo la riforma societaria*, *ivi*, 2005, p. 831 ss.;
  167. CORPORATION LAW COMMITTEE OF THE ASSOCIATION OF THE BAR OF THE CITY OF NEW YORK, *The Enforceability and Effectiveness of Typical*



- Shareholders Agreement Provisions* (2007), in *The Business Lawyer* 65, pp. 1153 ss., spec. p. 1183;
168. COSTI R., *Enzo Buonocore: un classico della dottrina commercialistica*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 308 ss.;
169. COSTI R., *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pp. 200 ss.;
170. COWLINGA M. - UGHETTO E. - LEED N., *The Innovation Debt Penalty: Cost of Debt, Loan Default, and the Effects of a Public Loan Guarantee on High-tech Firms* (2018), in *Technological Forecasting and Social Change* 127, pp. 166 ss.;
171. CUCCHIARATO G., *La "specificità" delle clausole statutarie di esclusione del socio di s.r.l.: un invito alla dottrina*, in *Il Caso.it*, 10 dicembre 2015, disponibile sul sito della rivista all'indirizzo <<http://www.ilcaso.it/articoli/848.pdf>>;
172. CUMMING D.J. - HORNUF L. (a cura di), *The Economics of Crowdfunding. Startups, Portals, and Investor Behavior*, London, Palgrave MacMillan, 2018, pp. XVII-283;
173. CUMMING D.J. - JOHAN S.A., *Venture Capital and Private Equity Contracting*, London, Elsevier, 2014 (2a ed.), pp. XXIV-756;
174. CUMMING D.J. - MACINTOSH J.G., *Venture-Capital Exits in Canada and the United States* (2003), in *The University of Toronto Law Journal* 53, pp. 101 ss.;
175. D'ALESSANDRO C., *Il diritto pretorio delle società a mezzo secondo dal codice civile*, in M. BESSONE (a cura di), *Diritto giurisprudenziale*, Torino, 1996, pp. VIII-432;
176. D'ALESSANDRO C., *Patti di co-vendita ("Tag Along" e "Drag Along")*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, pp. 373 ss.;
177. D'ALESSANDRO F., *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 36 ss.;
178. D'ALESSANDRO F., *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 36 ss.;
179. DACCÒ A., *«Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2013, pp. XIV-162
180. DACCÒ A., *Il ruolo dei soci nelle decisioni relative alla struttura finanziaria dell'impresa*, in SACCHI R. (a cura di), *Studi in onore di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. VI-988, pp. 305 ss.;
181. D'AGOSTINO S., *Clausola di gradimento e acquisto di quote proprie nella S.r.l.: analisi di un caso concreto*, in *Società (Le)*, 2004, pp. 1202 ss.;
182. DAMIANI E., *Venture capital e private equity*, Napoli, 2010, pp. X-88;
183. DAMODARAN A., *Applied Corporate Finance*, Hoboken (NJ), Wiley & Sons, 2010 (3a ed.), pp. VI-833;
184. DAMODARAN A., *Applied Corporate Finance*, Hoboken (NJ), Wiley & Sons, 2010 (3a ed.), pp. XI-565;
185. DAMODARAN A., *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick up a Stock, and Profit*, New York, Pearson, 2016 (3a ed.), pp. VII-443;

186. DARI-MATTIACCI G. - GELDERBLOM O. - JONKER J. - PEROTTI E.C., *The Emergence of the Corporate Form* (2017), in *The Journal of Law, Economics, and Organization* 33, pp. 193 ss.
187. DAVIES P. - HOPT K.J. - RINGE W.-G., *Control Transactions*, in ARMOUR J. - ENRIQUES L. - KRAAKMAN R. - DAVIES P. - HANSMANN H. - HERTIG G. - HOPT K.J. - KANDA H. - PARGLENDER M. - RINGE W.-G. - ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, OUP, 2017 (3a ed.), pp. XVII-281, pp. 205 ss.;
188. DAVIES P., *Introduction to Company Law*, Oxford, OUP, 2002 (1st ed.), XIX-312;
189. DAVIES P., *The Transactional Scope of Takeover Law in Comparative Perspective (European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 313/2016)* (2016), disponibile sul sito del Social Sciences Research Network all'indirizzo <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>;
190. DAVILA A. - FOSTER G. - GUPTA M., *Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms* (2003), in *Journal of Business Venturing* 18, pp. 689 ss.;
191. DAVIS E. - ROBINSON M. - BIRENBAUM J., *Nine Tips for Venture Capital and Private Equity Funds Following: In re Nine Systems Corporation Shareholders Litigation* (2015), in *The Journal of Private Equity* 18, pp. 52 ss.;
192. DAVIS M. - SCHACHERMAYER W. - TOMPKINS R., *The Evaluation of Venture Capital as an Instalment Option: Valuing Real Options Using Real Options*, in T. DANGL - M. KOPEL - W. KÜRSTEN (a cura di), *REAL OPTIONS*, Heidelberg, Springer, 2010, pp. X-189, pp. 77 ss.;
193. DAY R., *Are Insider-Led VC Rounds a Good or Bad Sign for a Startup? Here's What to Look For*, in Green Tech Media, 5 settembre 2014, disponibile all'indirizzo <<https://www.greentechmedia.com/#gs.nUvuhMPW>>;
194. DE ACUTIS M., *Lo scioglimento e la liquidazione delle società di capitali*, in CIAN M. (a cura di), *Diritto commerciale - Vol. III: Le società*, Torino, Giappichelli, 2017, pp. XLII-933, pp. 741 ss.;
195. DE CLERCQ D. - SAPIENZA H.J., *Effects of Relational Capital and Commitment on Venture Capitalists' Perception of Portfolio Company Performance* (2006), in *Journal of Business Venturing* 21, pp. 326 ss.;
196. DE LORENZI V., *Della rappresentanza. Artt. 1387-1400 c.c.*, Milano, Giuffrè, VIII-524;
197. DE LUCA N. - FERRANTE M., *Clausole di trascinarsi e accodamento (drag- e tag-along)*, in CAMPOBASSO M. - CARIELLO V. - TOMBARI U. (a cura di), *Le società per azioni* (in ABBADESSA P. - PORTALE G.B. (diretto da), "Codice civile e norme complementari"), Milano, Giuffrè, 2016, pp. XXVIII-4458, pp. 683 ss.;
198. DE LUCA N., *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2013, II, pp. 65 ss.;
199. DE LUCA N., *European Company Law. Text and Materials*, Cambridge, CUP, 2016, Kindle Edition;

200. DE LUCA N., *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, in corso di pubblicazione in *Banca bor. tit. cr.*;
201. DE LUCA N., *Raggruppamento di azioni e riscatto obbligatorio dei resti*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2014, II, pp. 435 ss.;
202. DE LUCA N., *Unequal Treatment and Shareholder Welfare Growth - Fairness v. Precise Equality*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 697 ss.;
203. DE LUCA N., *Validità delle clausole di trascinamento ("drag-along")*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, pp. 174 ss.;
204. DE MARCHI G. - SANTUS A., *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, Giuffrè, 2003, pp. XI-821, pp. 311 ss.;
205. DE MATTEIS L., *La clausola di trascinamento inserita nello statuto di una Srl e criteri redazionali*, in *Giur. comm.*, 2017, I, pp. 641 ss.;
206. DE NOVA G., *Il contratto alieno*, Torino, Giappichelli, 2010, pp. XI-242;
207. DEL LINZ M., *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, II, pp. 1073 ss.;
208. DEMSKI J.S. - SAPPINGTON D., *Optimal Incentive Contracts with Multiple Agents* (1984), in *33 Journal of Economic Theory*, pp. 152 ss.;
209. DENOZZA F., *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, Giuffrè, 2002, IX-169;
210. DENTAMARO A., *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 441 ss.;
211. DI BITONTO C., *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*; in *Giur. comm.*, 2009, II, pp. 1029 ss.;
212. DI CATALDO V., *Il recesso del socio di società per azioni*, in ABBADESSA P. - PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso. Vol. III*, Torino, Utet, 2007, pp. V-871, pp. 217 ss.;
213. DI CATALDO V., *Società responsabilità e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, in P. BENAZZO - M. CERA - S. PATRIARCA (a cura di), *cit.*, pp. 217 ss.
214. DI CATALDO V., *Società responsabilità e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, in BENAZZO P. - CERA M. - PATRIARCA S. (a cura di), in BENAZZO P. - CERA M. - PATRIARCA S. (a cura di), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze - Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, Utet, pp. XXII-778, pp. 217 ss.;
215. DI CATALDO V., *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in F. BARACHINI (a cura di), BARACHINI F. (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Torino, Giappichelli, 2018, pp. XVIII-296, pp. 67 ss.;
216. DI CECCO G., *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, Giappichelli, 2013, XI-305,
217. DI PAOLO M., *Le clausole di drag along. Legittimità e responsabilità del notaio rogante*, in *Vita not.*, 2013, pp. 1409-1430;
218. DI SABATO F., *Riflessioni sparse sulla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2002, pp. 672 ss.;
219. DIAMOND D., *Financial Intermediation and Delegated Monitoring* (1984), in *51 Review of Economic Studies*, pp. 393 ss.;

220. DIVIZIA P., *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009, pp. 157 ss.;
221. DIVIZIA P., *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Milano, Ipsoa, 2013, pp. X-256;
222. DIVIZIA P., *Patto parasociale di russian roulette*, in *Società (Le)*, 2018, pp. 434 ss.;
223. DONATIVI V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, pp. 205 ss.;
224. DRAXLER J., *Private Equity Exit. Strategie und Vertragsgestaltung*, Springer, Wien-New York, 2010, pp. XXIII-173;
225. DUBINI P., *Which Venture Capital-backed Entrepreneurs Have the Best Chances of Succeeding?* (1989), in *Journal of Business Venturing* 4, pp. 123 ss.;
226. DYCK A. - VOLCHKOVA N. - ZINGALES L., *The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia* (2008), in *The Journal of Finance* 63, pp. 1093 ss.;
227. EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *Voting in Corporate Law* (1983), in 26 *Journal of Law & Economics*, pp. 395 ss.;
228. EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *Limited Liability and the Corporation* (1985), in 52 *University of Chicago Law Review*, pp. 89 ss.;
229. EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *The Corporate Contract* (1989), in 89 *Columbia Law Review*, pp. 1416 ss.;
230. EDQUIST C., *Systems of Innovation Approaches - Their Emergence and Characteristics*, in C. EDQUIST (a cura di), *Systems of Innovation: Technologies, Institutions, and Organizations*, London, Routledge, 1997, pp. XIV-432;
231. EIDENLMÜLLER H., *Effizienz als Rechtsprinzip*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1995, pp. XVII-522;
232. EISENBERG M.A., *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law* (1993), in *Fordham Law Review* 62, pp. 437 ss.;
233. EISENBERG M.A., *The Nature of the Common Law*, Harvard (MA), Harvard University Press, 1991, pp. X-224;
234. EISENBERG M.A., *The Structure of Corporation Law* (1989), in 89 *Columbia Law Review*, pp. 1461 ss.;
235. EISENBERG M.A., *The Duty of Good Faith in Corporate Law* (2005), in *Delaware Journal of Corporate Law* 31, pp. 1 ss.;
236. ENRIQUES L. - GILOTTA S., *Disclosure and Financial Markets Regulation*, in MOLONEY N. - FERRAN E. - PAYNE J., *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, OUP, pp. XIX-795, pp. 511 ss.;
237. ENRIQUES L. - SCASSELLATI G., *Adeguamenti statutarie: scelte di fondo e nuove opportunità*, in *Notariato (II)*, 2006, pp. 69 ss.;
238. ENRIQUES L. - SCIOLLA S. - VAUDANO A., *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, I, pp. 745 ss.;
239. ENRIQUES L., *A New Eu Business Combination Form To Facilitate Cross-Border M&A: The Compulsory Share Exchange* (2013), in *University of Pennsylvania Journal of International Law* 35, pp. 541 ss.;
240. ENRIQUES L., *Il nuovo diritto societario nelle mani dei giudici*, in *Stato e mercato*, 2001, pp. 79 ss.;

241. ENRIQUES L., *Il nuovo diritto societario nelle mani dei giudici*, in *Stato e mercato*, 2001, pp. 79 ss. ;
242. ENRIQUES L., *Quanto è armonizzato il diritto societario europeo?*, in CARCANO G. - VENTORUZZO M. (a cura di), *Regole del Mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore - Atti del convegno di Venezia 13-14 novembre 2015*, Milano, Giuffrè, 2016, pp. XLIV-692, pp. 149 ss.
243. ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2005, I, pp. 166 ss.;
244. ENRIQUES L., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)* (2015), in *European Business Organization Law Review* 16, pp. 1 ss.;
245. ENRIQUES L., *Società per azioni* (voce), in *Enc. giur. - Annali X*, Milano, Giuffrè, pp. 958 ss.;
246. ESPOSITO C., *L'esclusione del socio nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012, VIII-287;
247. FABBRINI L., *Validità delle clausole statutarie di drag along*; in *Riv. dir. soc.*, 2010, pp. 370 ss.;
248. FAGERBERG J - SRHOLEC M. - VERSPAGEN B., *Innovation and Economic Development*, in B.H. HALL - N. ROSENBERG, *Handbook of the Economics of Innovation. Vol. 2*, Oxford, Elsevier, 2010, pp. V-1256, pp. 833 ss.;
249. FARRELL J. - SCOTCHMER S., *Partnerships* (1998), in *Quarterly Journal of Economics* 103, pp. 279 ss.;
250. FELD B. - MENDELSON J. - COSTOLO D., *Venture Deals: Be Smarter than Your Lawyer and Venture Capitalist*, Hoboken (NJ), Wiley & Sons, 2011 (2a ed.), pp. XIX-297;
251. FENN G.W. - LIANG N. - PROWSE S., *The Private Equity Market: An Overview* (1997), in *Financial Markets, Institutions & Instruments* 6, pp. 1 ss.;
252. FERRARA F. Jr.,- CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. XXIV-1056;
253. FERRARINI G., *Corporate Disclosure as a Transaction Cost: The Case of SMEs* (2013), in *European Review of Contract Law* 9, pp. 363 ss.;
254. FERRARO F., *Patto di opzione e operazione economica*, Milano, 2016, pp. XVII-265;
255. FERRI G. Jr., *Investimento e conferimento*, Milano, Giuffrè, pp. X-560;
256. FERRI G. Jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, pp. 806 ss.;
257. FERRI G., *Recesso del socio e speciali ragioni di deroga ai criteri legali di valutazione nel bilancio d'esercizio* (Nota a Cass., 10 settembre 1974, n. 2454), in *Riv. dir. comm.*, 1975, II, pp. 134 ss.;
258. FERRI Jr. G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in MONTAGNANI C. (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, XI-654, pp. 67 ss.;
259. FERRO-LUZZI P., *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, Giuffrè, 1993, pp. IV-206;

260. FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma. I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, pp. 673 ss.;
261. FIEDLER M.-O. - HELLMANN T., *Against All Odds: The Late but Rapid Development of the German Venture Capital Industry* (2001), in *The Journal of Private Equity* 4, pp. 31 ss.;
262. FILIPPETTI S., *Venture capital, la spinta dalle aziende*, in *Il Sole-24Ore*, 7 ottobre 2017, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo <[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)>;
263. FISCH J.E., *Can Internet Offerings Bridge the Small Business Capital Barrier?* (1998), in *The Journal of Small & Emerging Business Law* 2, pp. 57 ss.;
264. FISCHEL D.R., *The Appraisal Remedy in Corporate Law* (1983), in *American Bar Foundation Research Journal* 8, pp. 875 ss.;
265. FLEISCHER H. - SCHNEIDER S., *Tag along- und Drag along-Klauseln in geschlossenen Kapitalgesellschaften*, in *Der Betrieb*, 2012, pp. 961 ss.;
266. FLEISCHER H., *Comparative Corporate Governance in Closely-held Corporations*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, OUP, 2016, Kindle Edition;
267. FLEISCHER V., *Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds* (2008), in *83 New York University Law Review*, pp. 1 ss.;
268. FOSS K. - FOSS N.J., *Understanding Ownership: Residual Rights of Control and Appropriable Control Rights* (DRUID Working Papers 99-4 - DRUID, Copenhagen Business School, Department of Industrial Economics and Strategy/Aalborg University, Department of Business Studies) (1999), disponibile all'indirizzo <<https://pdfs.semanticscholar.org/932e/a6fe54503555b4fb54211dbb16a0103b702b.pdf>>;
269. FRANKS J. - MAYER C. - CORREIA DA SILVA L., *Asset Management and Investor Protection. An International Analysis*, Oxford, OUP, 2003, pp. XII-290;
270. FREIXAS X. - ROCHET J.-C., *Microeconomics Of Banking*, Cambridge (MA), MIT Press, 1997, pp. XX- 312;
271. FRIED J.M. - GANOR M., *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups* (2006), in *81 New York University Law Review*, pp. 967 ss.
272. FRIGENI C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2009, pp. XI-346;
273. FRIGENI C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2009, pp. XI-346;
274. FRIGENI C., *Spunti interpretativi dalla recente giurisprudenza in tema di recesso nelle società di capitali*, in CERA M. - MONDINI P.F. - PRESTI G., *La riforma del diritto societario nella "Giurisprudenza delle imprese"*, Milano, 2017, pp. IX-233, pp. 187 ss.;
275. FURGIUELE L., *Operazioni sulle azioni proprie e riorganizzazione dell'investimento*, in FERRI G. - STELLA RICHTER M. Jr. (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, Giuffrè, 2010, pp. XIII-328, pp. 137-163;
276. GABRIELLI E., *Il contratto e l'operazione economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, pp. 93 ss.;

277. GAETA M.M., Sub art. 2505-bis c.c., in FAUCEGLIA G. - SCHIANO DI PEPE G., *Codice commentato delle s.p.a.* - Tomo II, Torino, UTET, 2007, pp. XXXII-1863;
278. GALANTER M., *Why the "Haves" Come out Ahead: Speculations on the Limits of Legal Change* (1974), in *Law & Society Review* 9, pp. 95 ss.;
279. GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2000, pp. XI-288;
280. GALLETTI D., Sub art. 2469 c.c., in BENAZZO P. - PATRIARCA S. (a cura di), *Codice commentato delle s.r.l.*, Torino, Utet, 2006, pp. XVI-526, pp. 148 ss.;
281. GALLETTI D., Sub art. 2473-bis c.c., in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, Padova, Cedam, 2005, pp. XXVI-3026, pp. 1916 ss.;
282. GALLETTI D., Sub art. 2473-bis c.c., in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, Padova, Cedam, 2005, pp. XXVI-3026, pp. 1916 ss.;
283. GALLETTI D., *Una proposta di riforma del diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 768 ss.;
284. GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni. (Abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, Giuffrè, 1987, pp. VI-348;
285. GATTI S., *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d.lgs. n. 6 del 2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 1 ss.;
286. GELTER M. - HELLERINGER G., *Lift not the Painted Veil! To Whom Are Directors' Duties really Owed?* (2015), in *Illinois Law Review* 2015, pp. 1069 ss.;
287. GERON T., *When Founders and Investors Split over an Acquisition Offer*, in *TechnoCrunch*, 22 febbraio 2014, disponibile sul sito del magazine all'indirizzo <https://techcrunch.com/2014/02/22/when-founders-and-investors-split-over-an-acquisition-offer/>;
288. GIAMPAOLINO C.F., *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca, bor. tit. cr.*, 2009, II, pp. 523 ss.;
289. GIL S., *How to Assign Stock Options in Early-stage Startups*, in *Medium*, 17 marzo 2017, disponibile all'indirizzo <https://medium.com/jme-venture-capital/how-to-assign-stock-options-in-early-stage-startups-c5dea4a8d2c7>;
290. GILJE E.P., *Do Firms Engage in Risk-shifting? Empirical Evidence* (2016), in *Review of Financial Studies* 29, pp. 2925 ss.;
291. GILOTTA S., *Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis* (2012), in *European Business Organization Law Review* 13, pp. 45 ss.;
292. GILSON R.J. - BLACK B.S., *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Westbury (NY), Foundation Press, 1995 (2a ed.), pp. LXXVI-1603, spec. pp. 639 ss.;
293. GILSON R.J. - GOLDBERG V. - KLAUSNER M. - RAFF D., *Building Foundations for a Durable Deal*, in *Financial Times - online edition*, 12 dicembre 2006, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo [www.ft.com](http://www.ft.com);

294. GILSON R.J. - GORDON N.J., *Controlling Controlling Shareholders* (2003), in 152 *University Pennsylvania Law Review*, pp. 785 ss.;
295. GILSON R.J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience* (2003), in 55 *Stanford Law Review*, pp. 1067 ss.;
296. GILSON R.J., *Locating Innovation: The Endogeneity of Technology, Organizational Structure, and Financial Contracting* (2010), in 110 *Columbia Law Review*, pp. 885 ss.;
297. GLADSTONE D. - GLADSTONE L., *Venture Capital Investing: The Complete Handbook for Investing in Private Businesses for Outstanding Profits*, London, Prentice Hall, 2009, pp. XX-675;
298. GOETZ C.J. - SCOTT R.E., *The Mitigation Principle. Toward a General Theory of Contractual Obligations* (1983), in 69 *Vanderbilt Law Review*, pp. 967 ss.;
299. GOMPERS P. - LERNER J., *The Venture Capital Revolution* (2001), in *Journal of Economic Perspectives* 15, pp. 145 ss., spec. pp. 146 ss.;
300. GOMPERS P.A. - LERNER J., *The Venture Capital Cycle*, Boston, MIT Press, 1999, pp. IX-375;
301. GORDON J.M. - OROZCO D., *Trust and Control: The Value Effect of Venture Capital Term Sheet Provisions as Risk Allocation Tools* (2015), in 4 *Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev.*, pp. 195 ss.;
302. GOSHEN Z. - HAMDANI A., *Corporate Control and Idiosyncratic Vision* (2016), in *The Yale Law Journal* 125, pp. 560 ss.
303. GOSHEN Z. - SQUIRE R., *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance* (2017), in *Columbia Law Review* 117, pp. 767 ss.;
304. GOSHEN Z., *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule* (1997), in 70 *Southern California Law Review*, pp. 741 ss.;
305. GOSHEN Z., *Voting (Insincerely) in Corporate Law* (2001), in 2 *Theoretical Inquiries in Law*, pp. 1 ss.;
306. GRANOVETTER M., *Economic Action and Social Structure - The Problem of Embeddedness* (1985), in *American Journal of Sociology* 91, pp. 481 ss.;
307. GRIFFITH E., *Meet Steve Hogan, the Silicon Valley Fixer-upper*, in *Pando*, 22 luglio 2013, disponibile all'indirizzo <<https://pando.com/2013/07/22/with-tech-rx-silicon-valley-has-its-own-turnaround-firm/>>;
308. GRIPPO G., *Il recesso del socio*, in COLOMBO G. E. - PORTALE G. B. (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Vol. 6, Tomo 1, *Modificazioni statutarie. Recesso. Riduzione del capitale*, Torino, Utet, 1998, pp. X-899, pp. 133 ss.;
309. GROSSMAN S. - HART O., *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration* (1986), in *Journal of Political Economy* 94, pp. 691 ss.
310. GROSSMAN S.J. - HART O.D., *Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation* (1980), in *The Bell Journal of Economics* 11, pp. 42 ss.;
311. GROSSMAN S.J. - STIGLITZ J.E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets* (1980), in *American Economic Review* 70, pp. 393 ss.
312. GUARAGNELLA P., *Diritto di disinvestimento: un'analisi comparatistica tra diritto di recesso e 'appraisal right' statunitense*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, III, p. 766 ss.;



313. GUERRERA F., *Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 181 ss.;
314. GUERRERA G., *Trasformazione, fusione e scissione*, in AA.VV. *Diritto delle società di capitali (manuale breve)*, Giuffrè, Milano, 2003, pp. XI-421, p. 336 ss.;
315. GULLIFER J. - PAYNE J., *Corporate Finance Law*, Oxford, Hart, 2011, pp. LXVI-719;
316. GUNDLACH E., *The Solow Model in the Empirics of Growth and Trade* (2007), in *Oxford Review of Economic Policy* 23, pp. 25 ss.;
317. GWOREK J.D., *National Venture Capital Association Modifies Documents in Response to In Re Trados Case*, in *Morse Barnes-Brown Penderlton VC Insights Series*, 11 ottobre 2010, disponibile all'indirizzo <<http://www.mbbp.com/news/nvca-trados>>;
318. GWOREK J.D., *Venture Capital Transactions: Caps on Participating Preferred and the "Zone of Indifference"*, in *Morse Barnes-Brown Pendleton Blog*, 16 dicembre 2009, disponibile sul sito del *Blog* all'indirizzo <<http://www.mbbp.com/news/zone-of-indifference>>;
319. HAAR B., *Venture Capital Funding for Biotech Pharmaceutical Companies*, in EINHORN T. (a cura di), *Spontaneous Order, Organization and the Law. Roads to a European Civil Society - Liber Amicorum Ernst-Joachim Mestmaecker*, Heidelberg, 2003, pp. XXIV-459, pp. 157 ss.;
320. HALL B.H., *The Financing of Innovative Firms* (2010), in *Review of Economics and Institutions* 1, pp. 1 ss.;
321. HALTIWANGER J. - JARMIN R.S. - KULICK R. - MIRANDA J., *High-Growth Young Firms: Contribution to Job, Output, and Productivity Growth*, in J. HALTIWANGER - E. HURST - J. MIRANDA - A. SCHOAR (a cura di), *Measuring Entrepreneurial Businesses: Current Knowledge and Challenges*, Chicago, University of Chicago Press, 2017, pp. IX-503, pp. 11 ss.;
322. HALTIWANGER J. - JARMIN R.S. - KULICK R. - MIRANDA J., *Who Creates Jobs? Small versus Large versus Young* (2013), in *The Review of Economics and Statistics* 95, pp. 347 ss.;
323. HANSMANN H. - R. KRAAKMAN, *Organizational Law as Asset Partitioning* (2000), in *European Economic Review* 44, pp. 706 ss.;
324. HARGOVAN A. - TODD T.M., *Financial Twilight Re-Appraisal: Ending the Judicially Created Quagmire of Fiduciary Duties to Creditors* (2016), in 78 *University of Pittsburg Law Review*, pp. 135 ss.;
325. HART O.D. - MOORE J., *Incomplete Contracts and Renegotiation* (1988), in *Econometrica* 56, pp. 755 ss.;
326. HELLMANN T. - PURI M., *Venture Capital and the Professionalization of Startup Firms: Empirical Evidences* (2002), in *The Journal of Finance* 57, pp. 169 ss.;
327. HERMALIN B.E. - KATZ M.L., *Judicial Modification of Contracts between Sophisticated Parties: A More Complete View of Incomplete Contracts and their Breach* (1993), in *Journal of Law, Economics and Organization*, pp. 230 ss.;
328. HERWITZ D., *Business Planning: Materials on the Planning of Corporate Transactions*, New Brooklyn (NY), Foundation Press, 1966 (1a ed.), pp. XXXI-941;

329. HEUGHEBAERT A. - MANIGART S., *Firm Valuation in Venture Capital Financing Rounds: The Role of Investor Bargaining Power* (2012), in *Journal of Business Finance & Accounting* 39, pp. 500 ss.;
330. HIRANI A., *India (National Report)*, in R.J. WOODER - B. BRECHBÜHL (a cura di), *Global Venture Capital Transactions: A Practical Approach*, The Hague, Kluwer Law International, 2004, pp. LIV-340, pp. 227 ss.;
331. HOLMSTRÖM B. - MILGROM P., *Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design* (1991), in *7 Journal of Law, Economics & Organization*, pp. 24 ss.;
332. HSU D.H., *Venture Capitalists and Cooperative Start-up Commercialization* (2006), in *Management Science* 52, pp. 204 ss.;
333. HSU D.H., *What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?* (2004), in *The Journal of Finance* 59, pp. 1805 ss.;
334. HUBBARD G., *Capital Market Imperfections and Investment* (1998), in *36 Journal of Economic Literature*, pp. 193 ss.;
335. HUEBNER M.S. - KLEIN D.S., *The Fiduciary Duties of Directors of Troubled Companies* (2015), in *American Bankruptcy Institute Journal* 15, pp. 12 ss.;
336. HUSKINS C., *Trados: What Happens When Venture Capital Interests and Director Fiduciary Duties Collide*, in *Woodruff /& Sawyer Insights*, 10 dicembre 2014, disponibile all'indirizzo <<https://woodrufflaw.com/donotebook/trados-fiduciary/>>;
337. IBBA C., *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in CIAN G. (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto societario*, Padova, Cedam, 2004, pp. VII-483, pp. 143 ss.;
338. IBRAHIM D.M., *Debt As Venture Capital* (2010), in *2010 University of Illinois Law Review*, pp. 1169 ss.;
339. JACKSON T. - SKEEL D., *Bankruptcy and Economic Recovery*, in M.N BAILY - R.J. HERRING - Y. SEKI, *Financial Restructuring to Sustain Recovery*, Washington (DC), Brookings Institution Press, 2013, pp. XI.-191, pp. 97 ss.;
340. JADALLAH S., *Stock Options - Why It's Time for Startups to Replace Them*, in *Medium*, 8 agosto 2018, disponibile all'indirizzo <[https://medium.com/@sam\\_96607/stock-options-why-its-time-for-startups-to-replace-them-a38ceec534d5](https://medium.com/@sam_96607/stock-options-why-its-time-for-startups-to-replace-them-a38ceec534d5)>;
341. JENSEN M.C. - CLIFFLORD Jr. W.S., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, in ALTMAN E. - SUBRAMANYAN M. (a cura di), *Recent Advances in Corporate Law*, Homewood (IL), Irwin Publishing, 1985, pp. XIX-438, pp. 93 ss.;
342. JENSEN M.C. - MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976), in *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305 ss.;
343. JIANG W. - LI K. - SHAO P., *When Shareholders Are Creditors: Effects of the Simultaneous Holding of Equity and Debt by Non-commercial Banking Institutions* (2010), in *Review of Financial Studies* 23, pp. 3595 ss.;
344. KALE P. - SINGH H. - PERLMUTTER H., *Learning and Protection of Proprietary Assets in Strategic Alliances: Building Relational Capital* (2000), in *Strategic Management Journal* 21, pp. 217 ss.;
345. KANDA H. - LEVMORE S., *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law* (1985), in *32 UCLA Law Review*, p. 429 ss.;

346. KAPLAN S.N. - LERNER J., *Venture Capital Data: Opportunities and Challenges*, in J. HALTIWANGER - E. HURST - J. MIRANDA - A. SCHOAR (a cura di), *Measuring Entrepreneurial Businesses: Current Knowledge and Challenges*, Chicago, University of Chicago Press, 2017, pp. IX-503, pp. 413 ss.;
347. KAPLAN S.N. - STRÖMBERG P., *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts* (2002), in 69 *Review of Economic Studies*, pp. 1 ss.;
348. KATZ A.M., *Addressing the Harm to Common Shareholders in Trados and Nine Systems*, (2018), in *Columbia Law Review (Online)* 118, pp. 234 ss.;
349. KAUFMAN C.L. - WELLS K.M., *The Say-so on a Sale*, in *The Deal*, 10 dicembre 2010, disponibile all'indirizzo <<https://www.lw.com/thoughtLeadership/the-say-so-on-a-sale>>;
350. KERSHAW D., *Principles of Takeover Regulation*, Oxford, OUP, 2016, XXXVI-380, pp. 31 ss.;
351. KLAUSNER M. - LITVAK K., *What Economists Have Taught Us about Venture Capital Contracting*, M. WHINCOP (a cura di), *Bridging the Entrepreneurial Financing Gap: Linking Governance with Regulatory Policy*, London, Ashgate, 2001, pp. XII-224, pp. 54 ss.;
352. KLAUSNER M. - VENUTO S., *Liquidation Rights and Incentive Misalignment in Start-up Financing* (2013), in 98 *Cornell Law Review*, pp. 1399 ss.;
353. KLEIN B. - LEFFEL K.B., *The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance* (1981), in 89 *Journal of Political Economy*, pp. 615 ss.;
354. KLEIN W.A. - COFFEE Jr. J.C. - PARTNOY F., *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles*, New York, Foundation Press, 2010 (11a ed.), pp. XV-476;
355. KLINE D., *Sharing the Corporate Crown Jewels* (2003), in *MIT Sloan Management Review* 44, pp. 89 ss.;
356. KLÖHN L., *Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche*, Tübingen, 2009, pp. XXV-478
357. KLONOWSKI D., *The Venture Capital Deformation. Value Destruction through the Investment Process*, New York, Palgrave Macmillan, 2018, pp. XIX-331;
358. KOOP C. - LODGE M., *What is Regulation? An Interdisciplinary Analysis* (2017), in *Regulation & Governance* 11, pp. 95 ss.;
359. KORSMO C.R. - MYERS M., *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A* (2015), in 92 *Washington University Law Review*, pp. 1551 ss.;
360. KORSMO C.R., *Venture Capital and Preferred Stock* (2013), 78 *Brooklyn Law Review*, pp. 1163 ss.;
361. KORTUM S. - LERNER J., *Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation* (2000), in *Rand Journal of Economics*, pp. 674 ss.;
362. KOSS P.A. - CURTIS EATON B., *Co-specific Investments, Hold-up and Self-enforcing Contracts* (1997), in *Journal of Economic Behavior & Organization* 32, pp. 457 ss.;
363. KRAAKMAN R., *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in G. FERRARINI - K.J. HOPT - J. WINTER - E. WYMEERSCH (a cura di), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, 2003, Oxford, Oxford University Press, pp. XXVI-1104, pp. 95 ss.;

364. KREPS D. - WILSON R., *Reputation and Imperfect Information* (1982), in *Journal of Economic Theory* 27, pp. 253 ss.; e C. SHAPIRO, *Premiums for High-quality Products as Returns to Reputations* (1983), in *Quarterly Journal of Economics* 98, pp. 659 ss.;
365. KRISHNAN C.N.V. - MASULIS R.W., *Venture Capital Reputation*, in D.J. CUMMING (a cura di), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford, OUP, 2012, pp. XIX-1031, pp. 61 ss.;
366. KÜHL S., *Konturen des Exit-Kapitalismus: Wie Risikokapital die Art des Wirtschaftens verändert* (2002), in *Leviathan* 30, pp 195 ss.
367. KUNTZ T., *Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2016, XLIV-846;
368. LA MARCA E., *Alla ricerca dell'interesse della società al suo scioglimento tra conflitto di interessi e abuso di potere*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2014, II, pp. 590 ss.;
369. LA MARCA E., *L'abuso di potere nelle deliberazioni assembleari*, Milano, Giuffrè, 2004, pp. XIV-326;
370. LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, *ivi*, 2003, I, p. 532 ss.;
371. LANDEO C.M. - SPIER K.E., *Shotguns and Deadlocks* (2014), in 31 *Yale Journal on Regulation*, pp. 143 ss.;
372. LANGENBUCHER K., *A Common Language of Law and Economics? Integrating Economic Transplants into the Legal Web* (2018), disponibile sul sito del *Social Sciences Research Network* all'indirizzo <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>;
373. LANGENBUCHER K., *Economic Transplants. On Law-making for Corporations and Capital Markets*, Cambridge, CUP, 2018, pp. VIII-233, spec. pp. 1 ss.;
374. LANGLOIS R.N. - COSGEL M.M., *Frank Knight on Risk, Uncertainty, and the Firm: A New Interpretation* (1993), in *Economic Inquiry* 31, pp. 456 ss.;
375. LAY W.N., *Preferred Stock Redemptions: Limiting Liability under DGCL § 160* (2017), in *The Tennessee Journal of Business Law* 18, pp. 697 ss.;
376. LAZEAR E.P., *Firm-Specific Human Capital: A Skill-Weights Approach* (2009), in *Journal of Political Economy* 117, pp. 914 ss., disponibile sul sito del *National Bureau of Economic Research* all'indirizzo <[www.nber.org](http://www.nber.org)>;
377. LECLAIR G., *Exécution forcée d'une clause de sortie conjointe obligatoire (drag-along) obtenue en référé*, in *Nomos Paris*, 8 aprile 2015, disponibile all'indirizzo <[www.nomosparis.com](http://www.nomosparis.com)>;
378. LELAND H. - PYLE D., *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation* (1977), in 32 *Journal of Finance*, pp. 371 ss.;
379. LEONARD B. - CARDY R., *Performance Management: Concepts, Skills and Exercises*, New York, Routledge, 2004, pp. XI-271;
380. LERNER J., *Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation* (2002), in 87 *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, pp. 25 ss.;
381. LERNER J., *The Governance of New Firms: A Functional Perspective*, in N.R. LAMOREAUX - K.L. SOKOLOFF (a cura di), *Financing Innovation in the United States, 1870 to the Present*, Cambridge (MA), MIT Press, 2007, XIII-503, pp. 405 ss.,

382. LEVINE S.N., *Investing in Venture Capital and Buyouts*, Homewood (IL), Dow Jones-Irwin, 1985, pp. X-119;
383. LI Y. - CHI T., *Venture Capitalists' Decision to Withdraw: The Role of Portfolio Configuration from a Real Options Lens* (2013), in *Strategic Management Journal* 34, pp. 1351 ss.;
384. LICHT A.N., *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review* (European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 439/2018) (2018), disponibile sul sito dell'European Corporate Governance Institute all'indirizzo <[www.egci.org](http://www.egci.org)>;
385. LIN L., *Venture Capital Exits and the Structure of Stock Markets in China* (2017), in *Asian Journal of Comparative Law* 12, pp. 1 ss.;
386. LINDEN G. - KRAEMER K.L. - DEDRICK J., *Who Captures Value in a Global Innovation System? The case of Apple's iPod* (2007), in *The Personal Computing Industry Center Working Papers*, pp. 1 ss.;
387. LINK A.N. - SIEGEL D.S., *Innovation, Entrepreneurship, and Technological Change*, Oxford, OUP, 2007, pp. IX-219;
388. LITTLE R.B. - ORIEN J.A., *Issues and Best Practices in Drafting Drag-Along Provisions* (2016), in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 14 dicembre 2016, disponibile all'indirizzo <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/14/issues-and-best-practices-in-drafting-drag-along-provisions/>>;
389. LITVAK K., *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements* (2009), *University of Chicago Law Review* 76, pp. 161 ss.; HÜTHER N. - ROBINSON D.T. - SIEVERS S. - HARTMANN-WENDELS T., *Paying for Performance in Private Equity: Evidence from VC Partnerships* (TAF Working Paper 30/2017) (2017), available at <<https://ssrn.com/abstract=3087320>> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3087320>>;
390. LOVREK H., *Die mittelalterliche Commenda und die moderne Private Equity Industrie* (2012), disponibile sul sito dell'Univerità di Vienna all'indirizzo <<http://othes.univie.ac.at/21299/>>;
391. LUCATO C. - GOITRE E.M., *Clausole di prelazione e covendita: poteri della maggioranza assembleare e limiti al trasferimento di quote sociali*, in *Giur. it.*, 2015, pp. 1157 ss.;
392. LUCIANO A. - LACCHINI M., *Lo squeeze-out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 904 ss.
393. LUMINOSO A., *Il mandato*, Torino, Utet, 2007, pp. X-224;
394. MACEY J.K., *Externalities, Firm-specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes* (1989), in *Duke Law Journal* 1989, pp. 173 ss.;
395. MACEY J.R. - HADDOCK D.D. - McCHESNEY F.S., *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers* (1987), in *Virginia Law Review* 73, pp. 701 ss.;
396. MACEY J.R., *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties* (1991), in *21 Stetson Law Review*, pp. 23 ss.;
397. MALIMPENSA E., *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci*

- celle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, pp. XIX-624, pp. 226 ss.;
398. MALIMPENSA E., *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, II, pp. 655 ss.;
399. MALIMPENSA E., *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*; in *Riv. dir. comm.*, 2010, II, pp. 124 ss.;
400. MALTONI M., *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, I, p. 307 ss.;
401. MALTONI M., *La clausola di mero gradimento "all'italiana"*, in *Riv. not.*, 2004, I, p. 1377 ss.;
402. MARASÀ G. - CIOCCA N., *Recesso e riscatto nelle S.p.a.: commento agli articoli 2437-2437-sexies*, Piccin Nuova Libreria, Padova, 2011, pp. III-55;
403. MARCHETTI P.G., *La fusione*, in *Riv. not.*, 1991, I, p. 23 ss.;
404. MARGOLIN B.A. - KURSCH S., *The Economics of Delaware Fair Value* (2005), in *30 Delaware Journal of Corporate Law*, pp. 413 ss.;
405. MARITI P. - SMILEY R.H., *Co-operative Agreements and the Organization of Industry*, in P.J. BUCKLEY - J. MICHIE (a cura di), *Firms, Organizations and Contracts*, Oxford, Oxford University Press, 1996, pp. XIII-475, pp. 276 ss.;
406. MARTINIUS Ph. - STUBERT J., *Venture-Capital-Verträge und das Verbot der Hinauskündigung*, in *Der Betriebs-Berater*, 2006, pp. 1977 ss.;
407. MARZOVILLO V., *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo*, in D'APICE R. (a cura di), *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Bologna, Il Mulino, 2016, pp. III-826, pp. 309 ss.;
408. MASAKO U., *Banks Versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation* (2004), in *Journal of Finance* 59, pp. 601 ss.;
409. MASCIULLO M., *Sui limiti alla modificabilità a maggioranza dello statuto di una s.r.l.: questioni "più o meno" risolte in tema di clausole di prelazione, esclusione e drag-along*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, II, pp. 575 ss.;
410. MASON C.M. - HARRISON R., *Does Investing in Technology-based Firms Involve Higher Risk? An Exploratory Study of the Performance of Technology and Non-technology Investments by Business Angels* (2004), in *Venture Capital* 6, pp. 313 ss.;
411. MAUGERI M. - FLEISCHER H., *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 78 ss.;
412. MAUGERI M., *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 991 ss.;
413. MAUGERI M., *Il danno da concambio incongruo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 308 ss.;
414. MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, Giuffrè, pp. 422;
415. MAYNARD T.H. - WARREN D.M., *Business Planning: Financing the Star-up Business and Venture Capital Financing*, New Yor, Wolters Kluwer, 2014 (2a ed.), pp. XXV-886;

416. MAYNARD T.H. - WARREN D.M., *Business Planning: Financing the Startup Business and Venture Capital Financing*, New York, Wolters Kluwer, 2014 (2a ed.), pp. XXV-866;
417. MAZZA G.A., *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, Egea, 2017, pp. XX-387;
418. MAZZOLETTI E., *Valida la "russian roulette clause"* in *Notariato*, 2018, pp. 301 ss.;
419. MAZZONI A., *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 649 ss.;
420. MAZZONI A., *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, in A. CRIVELLARO (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989*, Milano, Giuffrè, pp. 380, pp. 211 ss.;
421. McCAHERY J. - RENNEBOOG L., *Venture Capital Financing of Innovative Firms: An Introduction*, in J. McCAHERY - L. RENNEBOOG (a cura di), *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*, Oxford, OUP, 2003, pp. XXIII-512, pp. 1 ss.;
422. McCAHERY J.A. - VERMEULEN E.P.M. - BANKS A.M., *Venture Capital 2.0: From Venturing to Partnering*, in CUMMING D.J. (a cura di), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford, OUP, 2012, pp. XXI-1031, pp. 211 ss.;
423. McMULLEN J.S. - SHEPHERD D.A., *Entrepreneurial Action And The Role Of Uncertainty in Tthe Theory of the Entrepreneur* (2006), in *Academy of Management Review* 31, pp. 11 ss.;
424. MELLE C.M. - EVANS F.C., *Valuation for M&A. Building Value in Private Companies*, Hoboken (NJ), John Wiley & Sons, 2010 (2a ed.) pp. XV-383;
425. MEO G., *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in M. BESSONE (A cura di), *Trattato di diritto privato*, Torino, 2002, pp. 90 ss.;
426. MERTON R.C., *A Functional Perspective of Financial Intermediation* (1995), in *Financial Management* 24, pp. 23 ss.;
427. METRICK A. - YASUDA A., *Venture Capital and Other Private Equity: A Survey* (2011), in *European Financial Management* 17, pp. 619 ss.;
428. MIOTTO L., *Interesse sociale e finanziatori insider. L'esperienza statunitense sui conflitti e le prospettive del diritto italiano* (Tesi di dottorato), disponibile sul sito dell'Università degli Studi di Padova all'indirizzo <<http://paduaresearch.cab.unipd.it/1829/>>;
429. MOHNEN P - HALL B.H., *Innovation and Productivity: An Update* (2013), in *Eurasian Business Review* 3, pp. 47 ss.;
430. MONATERI P.G., *Fattispecie* (voce), in *Digesto disc. civ. - vol. VIII*, Torino, Utet, 1992, pp. 224 ss.;
431. MONTALENTI P., *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 303 ss.;
432. MONTALENTI P., *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 303 ss.;
433. MORCK R. - SHLEIFER A. - VISHNY R.W., *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* (1990), in *The Journal of Finance* 45, pp. 31 ss.;
434. MORINI A., *Appunti sulla configurazione unitaria delle "protezioni finanziarie" delle minoranze azionarie in relazione ai poteri della maggioranza di "modellare" la compagine sociale*, in *Orizzonti del diritto*

- commerciale* – *Rivista*, Febbraio 2012, disponibile all'indirizzo <[http://rivistaodc.eu/media/11948/morini\\_alessandro.pdf](http://rivistaodc.eu/media/11948/morini_alessandro.pdf)>;
435. MORLEY J., *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation* (2014), in *Yale Law Journal* 123, pp. 1228 ss.;
436. MOSCO G.D., *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 854 ss.;
437. MOZZARELLI M., *Business Covenants e governo della società finanziata*, Milano, Giuffrè, pp. IX-157;
438. MUCCIARELLI F.M., *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, Torino, Giappichelli, 2014, pp. XI-250;
439. MUELLER S. - VOLERY T. - VON SIEMENS B., *What Do Entrepreneurs Actually Do? An Observational Study of Entrepreneurs' Everyday Behavior in the Start-Up and Growth Stages* (2012), in *Entrepreneurship Theory and Practice* 36, pp. 995 ss.;
440. NEGRI-CLEMENTI A. - PERRICONE N., *Modifiche statutarie e clausole di circolazione della partecipazione: una questione di quorum o di equa valorizzazione?*, in *Società* (Le), 2015, pp. 960 ss.;
441. NEVILLE M. - SØRENSEN K.E., *Promoting Entrepreneurship - The New Company Law Agenda* (2014), in *European Business Organization Law Review* 15, pp. 545 ss.;
442. NIGRO C.A. - ROMANO G., *La regolamentazione degli hedge funds negli USA: dal quasi-collasso di Long-term Capital Management al Dodd-Frank Act*, in V. SANTORO (a cura di), *Crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, Giuffrè, Milano, 2013, pp. XXI-602, pp. 185 ss.;
443. NOLDEKE G. - SCHMIDT K.M., *Option Contracts and Renegotiation: A Solution to the Hold-up Problem* (1995), in *RAND Journal of Economics* 26, pp. 163 ss.;
444. NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2003, I, pp. 544 ss., spec. p. 545;
445. NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso. Vol. I*, Torino, Utet, 2007, pp. LI-788, pp. 607 ss.;
446. NOTARI M., *Parere pro veritate reso in data 15 dicembre 2007 "[i]n tema di qualificazione e validità della clausola statutaria c.d. di "drag-along", comportante l'obbligo di vendita di tutte le azioni in caso di vendita della maggioranza delle azioni della medesima società"* (inedito);
447. NUZZO A., *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, Giappichelli, 2003, pp. VI-316;
448. OECD, *Entrepreneurship at a Glance 2013*, disponibile sul sito dell' *Organisation for Economic Co-operation and Development* all'indirizzo <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)>;
449. OECD, *Entrepreneurship at a Glance 2018*, disponibile sul sito dell' *Organisation for Economic Co-operation and Development* all'indirizzo <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)>;
450. OLIVIERI G. - PRESTI G. - VELLA F. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, Il Mulino, 2003, pp. XIV-474;



451. PACIELLO A., *Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 417 ss.;
452. PACIELLO A., *Sub Artt. 2437 – 2437-sexies*, in NICCOLINI G. - STAGNO D'ALCONTRES A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*. Vol. 2, Napoli, Jovene, pp. XVII-1289, 2004, pp. 1105 ss.;
453. PALAN S., *Bubbles and Crashes in Experimental Asset Markets, Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems*, Berlin-Heidelberg, Springer, 2009, pp. X-171;
454. PAOLUCCI G., *Società a responsabilità limitata e clausola di prelazione impropria*, in *Giur. comm.*, 1999, II, pp. 151 ss.;
455. PAPA A. - ALFANO N. - IASELLI G. - BENIGNI C., *Investment Funds in Italy: Regulatory Overview (2016)*, in *Thomson Reuters - Practical Law*, liberamente accessibile all'indirizzo <[www.uk.practicallaw.thomsonreuters.com](http://www.uk.practicallaw.thomsonreuters.com)>;
456. PARGLENDER M., *Modes of Gap-filling: Good Faith and Fiduciary Duties Reconsidered (2007)*, in *Tulane Law Review* 82, pp. 1314 ss.;
457. PARTNOY F., *Financial Innovation in Corporate Law (2005)*, in *Journal of Corporation Law* 31, pp. 799 ss.;
458. PEDERSOLI C., *Sindacati di blocco: validità, effetti, tipi*, in F. BONELLI - P.G. JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, Giuffrè, 1993, pp. XV-1106, pp. 231 ss.;
459. PEDERZINI E., *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, Giuffrè, pp. XVI-365;
460. PERRINO M., *La "rilevanza del socio" nella s.r.l.: recesso, diritto particolari, esclusione*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pp. 810 ss.;
461. PERRINO M., *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, Giuffrè, 1997, pp. XI-392;
462. PETERS B., *Early Exits. Exit Strategies for Entrepreneurs and Angel Investors (But Maybe Not Venture Capitalists)*, Ottawa, First Choice Books, 2009, pp. CXCXV-129;
463. PETRAZZINI B., *L'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, Roma, Aracne, 2015, pp. III-198;
464. PETTY J.S. - GRUBER M., *In Pursuit of the Real Deal: A Longitudinal Study of VC Decision-making (2011)*, in *Journal of Business Venturing* 26, pp. 172 ss.;
465. PHILIPPART P., *The Law: A System Made Up of Opportunities for The Entrepreneur (2017)*, Projectics / Proyéctica / Projectique, 2017, n. 18, pp. 37 ss.;
466. PHILLIPS G.M. - ZHDANOV A., *Venture Capital Investments and Merger and Acquisitions Activity around the World (2017)*, disponibile sul *Social Sciences Research Network* all'indirizzo <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>;
467. PINTA L., *The U.S. and Italy: Controlling Shareholders' Fiduciary Duties in Freeze out Mergers and Tender Offers (2011)*, in *NYU Journal of Law & Business* 7, pp. 931 ss.;
468. PISCITIELLO P., *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in ABBADESSA P. - PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso - vol. 3*, Torino, Utet, 2007, pp. 717 ss.;

469. PISELLI D., *Il principio di “equa valorizzazione” della partecipazione sociale è riferibile solo all’uscita del socio dalla società?*, in *Società* (Le), 2015, pp. 968 ss.;
470. PISTOR K. - TURKEWITZ J., *Coping with Hydra - State Ownership after Privatization*, in R. FRYDMAN - C.W. GRAY - A. RAPACZYNSKI A (a cura di), *Corporate Governance in Central Europe and Russia - Insiders and the State* (vol. 2), Budapest, Central European University Press, 1996, pp. VI-310, pp. 192 ss.;
471. PORTALE G.B., *Parere pro veritate “in tema di clausola statutaria di covendita forzata delle azioni del socio di minoranza operante in caso di mancato esercizio della connessa prelazione azionaria: contenuto della denuntiatio e invalidità della clausola”* del 28 novembre 2007 (inedito);
472. PORTALE G.B., *Parere pro veritate*, in *Processi Civili*, 1972, pp. 172 ss.;
473. PORTALE G.B., *Postille al Parere pro veritate “in tema di clausola statutaria di covendita forzata delle azioni del socio di minoranza operante in caso di mancato esercizio della connessa prelazione azionaria: contenuto della denuntiatio e invalidità della clausola”* del 28 novembre 2007 del 19 marzo 2008 (inedito);
474. PORTER M.E., *The Competitive Advantage of Nations*, New York, Free Press, 1990, pp. XX-855;
475. PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*. Vol. 3, T. 2, Torino, Utet, 1993, pp. 6 ss.;
476. PREITE D., *L’abuso della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, pp. XI-307;
477. PRESTI G., *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, pp. 100 ss.;
478. PRIESTER J., *Drag along- und Call-option Klauseln in der GmbH-Satzung*, in GRUNDMAN S. - HAAR B. - MERKT H. - MÜLBERT P.O. - WELLENHOFER M., *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010 - I. Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Berlin, De Gruyter, pp. XLII-3489, pp. 1139 ss.;
479. RAKOFF T.D., *The Implied Terms of Contracts: Of “Default Rule” and “Situation-Sense”*, in BEATSON J. - FRIEDMANN A (a cura di), *Good Faith and Fault in Contract Law*, Oxford, Clarendon, 1997, pp. 191 ss.;
480. RAMADANI V., *Business Angels: Who They Really Are* (2009), in *Strategic Change* 18, pp. 249 ss.;
481. RAO L., *The Rise Of The Hedge Fund Startup Investor (Again)*, in *TechnoCrunch*, 18 gennaio 2014, disponibile sul sito del magazine all’indirizzo <<https://techcrunch.com>>;
482. RAUTERBERG G. - TALLEY E., *Contracting out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers* (2017), in *Columbia Law Review* 117, pp. 1075 ss.;
483. REE S., *Doing Documents vs. Doing Deals. A Lawyer Confronts a Venture Capitalist* (2001), in *Business Law Today* 11, pp. 121 ss.;
484. REGOLI D., *Tutela delle minoranze e circolazione del controllo*, in BARACHINI F. (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Torino, Giappichelli, 2018, pp. XVIII-296, pp. 176 ss.;

485. REID D.S., *Dissenters' Rights: An Analysis Exposing the Judicial Myth of Awarding only Simple Interests* (1994), in *Arizona Law Review* 35, pp. 515 ss.;
486. REID G.C., *Fast Growing Small Entrepreneurial Firms and Their Venture Capital Backers: An Applied Principal-Agent Analysis* (1996), in 8 *Small Business Economics*, pp. 235 ss.;
487. RESCIO G.A., *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 629 ss.;
488. RESCIO G.A., *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza dell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur. comm.*, 2012, II, pp. 1055 ss.;
489. RESTREPO F. - SUBRAMANIAN G., *The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence on the Unified Approach* (2015), in *Harvard Business Law Review* 5, pp. 205 ss.;
490. REVIGLIONE P., *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2008, pp. X-400;
491. RJA M., *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica*, Milano, Franco Angeli, 2013, pp. III-189;
492. RIVOLTA C.M., *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 1274 ss.;
493. RIVOLTA G.M., *Vincenzo Buonocore e lo studio delle situazioni giuridiche soggettive dell'azionista*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 323 ss.;
494. ROBERTS E.B., *Managing Invention and Innovation* (2007), in *Research Technology Management* 50, pp. 35 ss.;
495. ROBIGLIO N., *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 807 ss.;
496. ROCK E. - DAVIES P. - KANDA H. - KRAAKMAN R. - RINGE W.-G., *Fundamental Changes*, in ARMOUR J. - ENRIQUES L. - KRAAKMAN R. - DAVIES P. - HANSMANN H. - HERTIG G. - HOPT K.J. - KANDA H. - PARGLENDER M. - RINGE W.-G. - ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, OUP, 2017 (3a ed.), pp. XVII-281, pp. 172 ss.;
497. ROCK E.B. - WACHTER M.L., *Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in the Close Corporation* (1999), in *The Journal Of Corporate Law* 1999, pp. 913 ss.;
498. ROKKAN A.I. - HEIDE J.B. - WATHNE K.H., *Specific Investments in Marketing Relationships: Expropriation and Bonding Effects* (2003), in *Journal of Marketing Research* 40, pp. 210 ss.;
499. ROMER P.M., *Endogenous Technological Change* (1990), in *Journal of Political Economy* 98, pp. S71 ss.;
500. RORDORF R., *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la Riforma*, in *Società (Le)*, 2003, pp. 932 ss.;
501. ROSENBERG D., *Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract* (2002), in 2002 *Columbia Business Law Review*, pp. 363 ss.;
502. ROSSANO L., *La natura e la validità della clausola drag along*, in *Riv. dir. comm.*, II, pp. 124 ss.;
503. RUGGERI L., *La clausola di prelazione "impropria"*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, II, pp. 55 ss.;

504. RUHNKA J.C. - FELDMAN H.D. - DEAN T., *The "Living Dead" Phenomenon in Venture Capital Investment* (1992), in *Journal of Business Venturing* 7, pp. 137 ss.;
505. SACCHI R. (a cura di), *Studi in onore di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. VI-988, pp. 305 ss.;
506. SACCHI R. (a cura di), *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, Giuffrè, 2010, pp. XI-202;
507. SACCHI R., *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, pp. 69 ss.;
508. SACCHI R., *Parere pro veritate "in tema di legittimità di un'operazione di distribuzione agli azionisti di risparmio di Italmobiliare del dividendo privilegiato straordinario e di conversione obbligatoria con riguardo ai profili concernenti i diritti dei titolari di azioni di risparmio"* reso in data 3 agosto 2016, liberamente consultabile sul sito della società Italmobiliare s.p.a. all'indirizzo <[www.italmobiliare.it](http://www.italmobiliare.it)>;
509. SAEZ LACAVE M.S. – GUTIERREZ N.B., *Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-along and Drag-along Clauses* (2010), in *11 European Business Organization Law Review*, pp. 423 ss.;
510. SAHLMAN W.A., *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* (1990), in *27 Journal of Financial Economics*, pp. 473 ss.;
511. SALAFIA V., *Clausola di gradimento nella circolazione di azioni e quote di s.r.l.*, *ivi*, 2006, p. 1078 ss.;
512. SALAFIA V., *Squeeze out statutario*, in *Società (Le)*, 2007, pp. 1450 ss.;
513. SANGIOVANNI V., *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Notariato*, 2013, pp. 695 ss.;
514. SANTAGATA C., *Fusione, scissione*, in COLOMBO G.E. - PORTALE G.B. (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, Utet, Vol. 7, T. 1, Torino, 2004, pp. XI-882, 118 ss.;
515. SANTORO PASSERELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1983, pp. XI-192;
516. SANTOSUOSSO D.U., *Il nuovo diritto societario. I principi della legge delega e le linee guida della riforma*, Milano, Giuffrè, 2003, XI-543;
517. SANTOSUOSSO D.U., *Il principio della libera trasferibilità delle azioni - Eccesso di potere nelle modifiche della circolazione*, Milano, Giuffrè, 1993, pp. XI-380;
518. SANTOSUOSSO D.U., *La riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2003, XI-312;
519. SAPIENZA H.J. - MANIGART S. - VERMEIR W., *Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries* (1996), in *Journal of Business Venturing* 11, pp. 439 ss.,
520. SAPIENZA H.J., *When Do Venture Capitalists Add Value?* (1992), in *Journal of Business Venturing* 7, pp. 9 ss.;
521. SARTORI F., *Contributo allo studio della clausola risolutiva espresso*, Napoli, ESI, 2012, pp. 183;
522. SASSO L., *Capital Structure and Corporate Governance. The Role of Hybrid Financial Instruments*, Amsterdam, Wolters Kluwer Int'l, 2013, XI-230;
523. SATTA G., *Clausola di bring along: struttura, finalità e requisiti essenziali*, in *Riv. dir. impr.*, 2008, pp. 525 ss.;

524. SBISÀ G., *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinarsi* (drag along), in *Contr. imp.*, 2015, III, pp. 627 ss.;
525. SCARPA D., *Clausole di trascinarsi di partecipazioni societaria tra struttura e limiti*, in *Giust. civ.*, 2013, II, pp. 41 ss.;
526. SCHAEFER A. - SCHIESS D. – WEHRLI R., *Long-term Growth Driven by a Sequence of General Purpose Technologies* (2014), in *Economic Modelling* 37, pp. 23 ss.;
527. SCHMIDT K.M., *Convertible Securities and Venture Capital Finance* (2003), in *The Journal of Finance* 58, pp. 1139 ss.;
528. SCHMOLKE K.U., *Expulsion and Valuation Clauses - Freedom of Contract vs. Legal Paternalism in German Partnership and Close Corporation Law* (2012), in *European Company and Financial Law Review*, pp. 380 ss.;
529. SCHMOLKE K.U., *Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2014, pp. LIV-1030;
530. SCHUMPETER J.A., *The Creative Response in Economic History* (1947), in *The Journal of Economic History* 7, pp. 149 ss.;
531. SCHWARTZ A. - SCOTT R.E., *Contract Theory and the Limits of Contract Law* (2003), in 113 *Yale Law Journal*, pp. 541 ss.;
532. SCHWARTZ A., *The Default Rule Paradigm and the Limits of Contract Law* (1993), in 3 *Southern California Interdisciplinary Law Journal*, pp. 389 ss.;
533. SCHWENKEL R.C. - RICHTER P. - EPSTEIN S. - PICKERING BOMBA A. - WEINSTEIN G., *Court Leaves Open Whether Appraisal Rights May Be Waived By Agreement* (2015), in *The M&A Lawyer* 19, pp. 14 ss.;
534. SCIOLLA S. - SANDICCHI G. - GOLINELLI M. - CERVO S. - MARINO T.V., *Private Equity in Italy: Market and Regulatory Overview* (2016), in *Thomson Reuters - Practical Law*, liberamente accessibile all'indirizzo <[global.practicallaw.com/2-383-6807](http://global.practicallaw.com/2-383-6807)>;
535. SCIPIONE L., *La nuova disciplina delle operazioni straordinarie: trasformazione, fusione, conferimento, scissione, liquidazione delle società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2006, pp. X-311;
536. SCOGNAMIGLIO G., *Le fusioni (e le scissioni) semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, I, pp. 889 ss.
537. SCOTT R.E. - TRIANTIS G.G., *Incomplete Contracts and the Theory of Contract Design* (2005), in 56 *Case Western Reserve Law Review*, pp. 187 ss.;
538. SCOTTI I., *Clausola di drag-along e principio maggioritario*, in *Notariato*, 2015, pp. 620 ss.;
539. SELIGMAN J., *The New Corporate Law* (1993), in 59 *Brooklyn Law Review*, pp. 1 ss.;
540. SEPE S., *Directors' Duty to Creditors and the Debt Contract* (2003), *Journal of Business and Technology Law* 12, pp. 553 ss.;
541. SERRA A. - SPOLIDORO M.S., *Fusioni e scissioni*, Giappichelli, Torino, 1994, pp. VI-421;
542. SHAPIRO S. P., *Agency Theory* (2005), in *Annual Review of Sociology* 31, pp. 263 ss.;
543. SHLEIFER A. - VISHNY R.W., *Management Entrenchment: The case of Manager-specific Investments* (1989), in *Journal of Financial Economics* 25, pp. 123 ss.;

544. SIGNORI A. - VISMARA S., *M&A Synergies and Trends in IPOs* (2018), in *Technological Forecasting and Social Change* 127, pp. 141 ss.;
545. SISKOS J. - ZOPOUNIDIS C., *The Evaluation Criteria of the Venture Capital Investment Activity: An Interactive Assessment* (1987), in *European Journal of Operational Research* 31, pp. 304 ss.;
546. SMITH C.W. – WARNER J.B., *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants* (1979), in *Journal of Financial Economics* 7, pp. 117 ss.;
547. SMITH D.G. - IBRAHIM D.M., *Law and Entrepreneurial Opportunities* (2013), in *Cornell Law Review* 98, pp. 1 ss., spec. 3 ss.;
548. SMITH D.G. - KING B.G., *Contracts as Organizations* (2009), in *51 Arizona Law Review*, pp. 1 ss.;
549. SMITH D.G., *The Exit Structure of Venture Capital* (2005), in *53 UCLA Law Review*, pp. 315 ss.;
550. SMITH D.G., *The Venture Capital Company: A Contractarian Rebuttal to the Political Theory of American Corporate Finance* (1997), in *Tennessee Law Review* 65, pp. 79 ss.;
551. SMITH D.G., *Venture Capital Contracting in the Information Age* (1998), in *2 Journal of Small & Emerging Business Law*, 133 ss.;
552. SMITH R., *Required Rate of Return and Financial Contracting for Entrepreneurial Ventures*, in D.J. CUMMING (a cura di), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford, OUP, 2012, pp. XIX-1031, pp. 61 ss.pp. 448 ss., spec. p. 459;
553. SOLOW R., *A Contribution to the Theory of Economic Growth* (1956), in *The Quarterly Journal of Economics* 70, pp. 65 ss.;
554. SOMMA A., *La buona fede ausiliaria del programma negoziale*, in A. D'ANGELO - P.G. MONATERI - A. SOMMA, *Buona fede e giustizia contrattuale*, Torino, Giappichelli, 2005, pp. III-180, pp. 3 ss.;
555. SONG M. - DI BENEDETTO A., *Supplier's Involvement and Success of Radical New Product Development in New Ventures* (2008), in *Journal of Operations Management* 26, pp. 1 ss.;
556. SORENSON O. - STUART T.E., *Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments* (2001), in *The American Journal of Sociology* 106, pp. 1546 ss.;
557. SORENSON O. - STUART T.E., *Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments* (2001), in *The American Journal of Sociology* 106, pp. 1546 ss.;
558. SPENCER P., *The Structure and Regulation of Financial Markets*, Oxford, OUP, 2000, pp. VIII-270;
559. SPOLIDORO E., *La contrattazione delle condizioni di introduzione, nello statuto della società a responsabilità limitata, delle clausole che comportano il disinvestimento della partecipazione dei soci*, in *Banca bor. tit. cr.*, 2016, II, pp. 92 ss.;
560. SPOLIDORO M.S., *Appunti sull'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in SACCHI R. (a cura di), *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, Giuffrè, pp. II-201, pp. 179 ss.;
561. STABILLINI A. - TRAPANI M., *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, pp. 949 ss.;

562. STAMM E., *The Sudden Fear of Too Much Money in Switzerland*, in *Investiere - Venture Capital*, 22 November 2018, disponibile sul sito della venture capital-firm all'indirizzo <<https://www.investiere.ch>>;
563. STANGHELLINI L., *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, Giuffrè, 1997, pp. II-530;
564. STANGHELLINI L., Sub art. 2355-bis c.c., in NOTARI M. (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c. Commentario alla riforma delle società diretto da Piergaetano Marchetti, Luigi A. Bianchi, Federico Ghezzi e Mario Notari*, Milano, Egea, 2005, pp. 559 ss.;
565. STEFANOVA K., *Creative Ways To Raise Money For Your Startup*, in *Forbes*, 10 novembre 2014, disponibile sul sito della rivista all'indirizzo <[www.forbes.com](http://www.forbes.com)>;
566. STELLA RICHTER M Jr., *L'organizzazione e il governo societario del gestore*, in R. D'APICE (a cura di), D'APICE R. (a cura di), *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Bologna, Il Mulino, 2016, pp. III-826, pp. 61 ss.;
567. STELLA RICHTER M. Jr., "Collegamento" e "raggruppamento" delle azioni di società, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, pp. 385 ss.;
568. STELLA RICHTER M. Jr., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, pp. 389 ss.;
569. STELLA RICHTER M. Jr., *Trasferimento del controllo e rapporti tra i soci*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 360;
570. STIGLITZ J.E., *Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation*, in BALLEISEN E.J. - MOSS D.A. (a cura di), in *Government and Markets. Toward a New Theory of Regulation*, Cambridge, CUP, 2010, pp. XVI-559, pp. 13 ss.;
571. STINCHCOMBE A.L., *Social Structure and Organizations*, in J.P. MARCH, (a cura di), *Handbook of Organizations*, Chicago, Rand McNally, 1965, pp. XX-1247, pp. 142 ss.;
572. STOUT L.A., *On the Nature of Corporations* (2005), in *University of Illinois Law Review* 2005, pp. 253 ss.;
573. STRINE L.E. Jr., *Poor Pitiful or Potently Powerful Preferred* (2013), in *University of Pennsylvania Law Review* 161, pp. 2025 ss.;
574. STUART T.E. - HOANG H. - HYBELS R.C., *Inter-organizational Endorsements and the Performance of Entrepreneurial Ventures* (2009), in *Administrative Science Quarterly* 44, pp. 315 ss.;
575. SUBRAMANIAN G., *Fixing Freezeouts* (2005), 115 *Yale Law Journal*, pp. 2 ss.;
576. SZEGO B., *Finanziare l'innovazione: il Venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, pp. 821 ss.;
577. SZEGO B., *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento* (Quaderno di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia n. 55), 2002, pp. 82;
578. TABELLINI M., *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*, in *Giur. it.*, 2018, pp. 1139 ss.;
579. TAL M., *Innovationsfinanzierung durch privates Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien*, Frankfurt am Main, Peter Lang, 2010, pp. XXIV-288;

580. TALLEY E. - BARTLETT III P.R., *Law and Corporate Governance*, in HERMALIN B.E. - WEISBACH M.S. (a cura di), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance - Vol. I*, Oxford, Elsevier, 2017, pp. X-736, pp. 177 ss.;
581. TALLEY E. - CHOI A.H., *Appraising the Merger Price Appraisal Rule* (2018), in *The Journal of Law, Economics & Organizations* 34, pp. 543 ss.;
582. TESEI M., Sub art. 111, in M. FRATINI - G. GASPARRI, *Il Testo Unico della Finanza. Commentario - Tomo 2*, Torino, Utet, 2012, pp. LXXI-3288, pp. 1456 ss.;
583. TETEN D. - FARMER C., *Where Are the Deals? Private Equity and Venture Capital Funds' Best Practices in Sourcing New Investments* (2010), in *The Journal of Private Equity* 14, pp. 32 ss.;
584. THOMPSON R.B. - SMITH D.G., *Toward a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers* (2001), in 80 *Texas Law Review*, pp. 261, spec. p. 301 ss.;
585. TIROLE J., *A Theory of Corporate Finance*, Princeton, Princeton-Oxford, Princeton University Press, 2006, pp. XIX-599, pp. 387 ss.;
586. TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 1089 ss.;
587. TONELLI E., (High-tech) Start-ups e piccole e medie imprese: canali di finanziamento e problemi di governance, in MANCINI M. - PACIELLO A. - SANTORO V. - VALENSISE P., *Regole e mercato, Tomo I*, Torino, Giappichelli, 2016, pp. IX-744, pp. 3 ss.;
588. TORINO R., Sub art. 2506-bis c.c., in FAUCEGLIA G. - SCHIANO DI PEPE G., *Codice commentato delle s.p.a. - Tomo II*, Torino, UTET, 2007, pp. XXXII-1863, pp. 1798 ss.;
589. TULLI R.A., *Using "drag-along" rights to facilitate certain terms of a future company sale*, in *Lexology*, 26 gennaio 2015, disponibile all'indirizzo <www.lexology.com>;
590. TUNG F., *Gap Filling in the Zone of Insolvency* (2006), in *Journal of Business and Technology Law* 12, pp. 605 ss.;
591. TUNG F., *New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors* (2008), in 57 *Emory Law Journal*, pp. 809 ss.;
592. TYEBJEE T.T. - BRUNO A.V., *A Model of Venture Capitalist Investment Activity* (1984), in *Management Science* 30, pp. 1051 ss.;
593. UTSET M.A., *High-Powered (Mis)Incentives and Venture-Capital Contracts* (2012), in 7 *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, pp. 45 ss.;
594. VACCA V., *Financing Innovation in Italy: An Analysis of Venture Capital and Private Equity Investments*, in *Bancaria*, 2016, pp. 1 ss.;
595. VALSAN R.D. - YAHYA M.A., *Shareholders, Creditors, and Directors' Fiduciary Duties: A Law and Finance Approach* (2007), in *Virginia Law & Business Review* 2, pp. 2 ss.;
596. VAN AUKEN H.E., *The Use of Bootstrap Financing Among Small Technology-Based Firms* (2004), in *Journal of Developmental Entrepreneurship* 9, pp. 145 ss.;
597. VAN AUKEN H.E. - NEELEY L., *Evidence of Bootstrap Financing among Small Start-Up Firms* (1996), in *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance* 5, pp. 235 ss.;



598. VARAIYA N.P. - FERRIS K.R., *Overpaying in Corporate Takeovers: The Winner's Curse* (1987), in *Financial Analyst Journal* 43, pp. 64 ss.;
599. VENTORUZZO M., *Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals* (2010), in *Virginia Journal of International Law*, pp. 841 ss.;
600. VENTORUZZO M., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012, pp. VII-262;
601. VENTORUZZO M., Sub art. 111 T.u.f., in P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI (a cura di), *La nuova disciplina delle società quotate*, Milano, Giuffrè, 1999, pp. XXXIV-2785, pp. 781 ss.;
602. VERHAGE O., *Understanding Liquidation Preferences and the Zone of Indifference*, in *VEECEEE - VC Matchmaker Blog*, 21 dicembre 2016, disponibile sul sito del blog all'indirizzo <<http://veecee.co/understanding-liquidation-preferences-and-the-zone-of-indifference>>;
603. VICARI A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, Giuffrè, 2004, pp. X-393;
604. VICARI A., *Sui doveri del socio di controllo in caso di vendita della partecipazione sociale*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, Giappichelli, 2010, pp. XVIII-928, pp. 908 ss.;
605. VIETTI M. - AULETTA F. - LO CASCIO G. - TOMBARI U. - ZOPPINI A. (a cura di), *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, Milano, Giuffrè, pp. LI-2766;
606. VITALI M.L., *Le azioni riscattabili*, Milano, Giuffrè, 2013, pp. XII-342;
607. VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale. Vol. I: I commercianti*, Milano, Vallardi, 1929 (Va ed.), pp. XVI-373;
608. VOS T., 'Baby, it's cold outside ..... ' - *A Comparative and Economic Analysis of Freeze-outs of Minority Shareholders* (2018), in *European Company and Financial Law Review* 15, pp. 148 ss.;
609. WANG S. - ZHOU H., *Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks* (2004), in *Journal of Corporate Finance* 10, pp. 131 ss.;
610. WANGER S.M. - EGGERT A. - LINDERMANN E., *Creating and Appropriating Value in Collaborative Relationships* (2010), in *Journal of Business Research* 63, pp. 840 ss.;
611. WARRILLOW J., *Built to Sell. Turn Your Business into One You Can Sell*, Toronto, Flip Jet Media Inc, 2010, pp. XIV-157;
612. WASSERMAN N. - FURQAN N. - KYLE A., *A 'Rich-vs.-King' Approach to Term Sheet Negotiations* (2012), in *Harvard Business School Background Note* 810-119, disponibile all'indirizzo <<https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=38550>>;
613. WEDEMAN F., *Gesellschafterkonflikte in geschlossenen Kapitalgesellschaften*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2013, pp. XXXV-654;
614. WEIGMANN R., Sub art. 111, G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza. Commentario* (vol. 2), Torino, UTET, 2002, pp. X-1200, spec. p. 939 s.
615. WERTHEREIMEIER B.M., *The Shareholder Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value* (1998), in *Duke Law Journal* 47, pp. 613 ss.;
616. WHINCOP M., *The Gap into Governance*, in M. WHINCOP (a cura di), *Bridging The Entrepreneurial Financing Gap: Linking Governance With*

- Regulatory Policy*, London-New York, Routledge, 2002, pp. XI-212, pp. 1 ss.;
617. WILLETT S., “Gheewalla” and the Director’s Dilemma (2009), in *The Business Lawyer* 64, pp. 1087 ss.;
618. WILLIAMSON O.E., *Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange* (1983), in *American Economic Review* 73, pp. 519 ss.;
619. WILLIAMSON O.E., *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, Free Press, 1985, pp. XIV-450;
620. WILLIAMSON O.E., *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations* (1979), in *Journal of Law and Economics* 22, pp. 233 ss.;
621. WIMBERLY J., *Venture Capital and Private Equity and the “Entire Fairness” Test: In re Trados* (2014), in *Review of Banking & Financial Law* 33, pp. 418 ss.;
622. WITONSKY C., *How Venture Capital & Private Equity Firms Determine Pre-Money Valuations*, in *Falcon – A Venture Capital Firm*, 2 gennaio 2017, disponibile all’indirizzo <https://www.falconllc.com/how-venture-capital-private-equity-firms-determine-pre-money-valuations/>;
623. WOLTERS J., *Delaware Law for Venture-Backed Companies: 2017 Year in Review* (2017), in *Morris Nicols Arshnt & Tunnell Corporate Litigation Updates*, 2 gennaio 2018, pp. 1 ss.;
624. WONG A. - BHATIA M. - FREEMAN Z., *Angel Finance: the Other Venture Capital* (2009), in *Strategic Change* 18, pp. 221 ss.;
625. WORONOFF M.A. - ROSEN J.A., *Effective vs Nominal Valuations in Venture Capital Investing* (2005), in *2 New York University Journal of Law & Business*, pp. 199 ss.;
626. WRAY F. , *Rethinking the Venture Capital Industry: Relational Geographies and Impacts of Venture Capitalists in Two UK Regions* (2012), in *Journal of Economic Geography* 12, pp. 297 ss.;
627. WYMEERSCH E., *The Directive Amending the Second Company Law Directive*, in BALZARINI P. - CARCANO G. - VENTORUZZO M., *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi. Venezia, 10-11 novembre 2006, Vol. 1*, Milano, Giuffrè, 2007, pp. XLVIII-1176, spec. 13 ss.;
628. YAKOV A. - DODD P. - WEINSTEIN M. , *Conglomerate Mergers, Managerial Motives, and Stockholder Wealth* (1986), in *Journal of Banking and Finance* 10, pp. 401 ss.;
629. YARROW G.K., *Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process* (1985), in *The Journal of Industrial Economics* 34, pp. 3 ss.;
630. ZANONI A., *Venture Capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, Cedam, 2010, pp. X-257;
631. ZHANG L., *Exit of Chinese Domestic Venture Capital: Legal Impediments and Reform Measures* (2017), in *Business Law Review* 28, pp. 109 ss.;
632. ZIDER B., *How Venture Capital Works* (1998), in *Harvard Business Review* 66, pp. 131 ss.;
633. ZUMBO L. - BATTISTA A., *Modelli commentati di clausole di co-vendita in lingua italiana e inglese*, in RUFINI A. (a cura di), *Le clausole di co-vendita*, Milano, Asla, 2013, pp. IV-80, pp. 67 ss.-

*“Smell the flowers while you can”*  
(David Wojnarowicz)