

LE CLAUSOLE DI DRAG-ALONG NELLE JV DI DIRITTO ITALIANO: IL CASO “TECNO S.p.A.”

In cosa consiste la clausola di drag-along

E' ormai prassi ampiamente diffusa l'inserimento di clausole di “drag-along” negli statuti delle società di capitali di diritto italiano costituite fra due o più soci in joint-venture.

Si tratta, come è ben noto agli avvocati d'affari ed agli esperti di finanza aziendale, di clausole che attribuiscono a tutti i soci, o ad alcuni di essi, un diritto di co-vendita: qualora intendessi cedere a terzi la mia partecipazione nella società, potrò costringere l'altro socio a vendere anche la sua partecipazione allo stesso acquirente, verso il medesimo corrispettivo (pro-quota) pattuito per l'acquisto della mia partecipazione.

La funzione economica della clausola è piuttosto evidente: se il socio “trascinatore” è minoritario, il diritto di co-vendita gli consentirà di partecipare al premio di maggioranza; se è maggioritario, questa clausola gli consentirà di partecipare al premio per il controllo totalitario che l'acquirente riuscirà ad ottenere acquistando la sua partecipazione insieme a quella del socio di minoranza.

Di norma, clausole di questo tipo contengono una puntuale descrizione dei meccanismi che governano la procedura di vendita di una partecipazione ed è frequente il caso in cui al diritto di co-vendita si abbinano un diritto di prelazione: chi intende vendere a terzi la propria partecipazione, dovrà innanzitutto offrirla in prelazione all'altro socio (che avrà così la facoltà di acquistarla allo stesso prezzo offerto dal terzo potenziale acquirente); soltanto se l'altro socio si dimostra disinteressato all'acquisto si potrà procedere con la vendita della partecipazione al terzo, costringendo l'altro socio a vendere anch'egli la propria partecipazione allo stesso acquirente.

La ricostruzione giuridica della clausola di drag-along

Dottrina e giurisprudenza hanno elaborato diverse possibili ricostruzioni giuridiche della clausola di drag-along, ricorrendo spesso a complessi schemi la cui descrizione esula dalle pretese di questa breve nota.

Giova solo precisare che la ricostruzione che pare più appropriata è quella che vede nel diritto di co-vendita un'opzione di acquisto: il terzo acquirente sarebbe dunque il titolare di un'opzione di acquisto (call) che, se esercitata, gli consente di rilevare la quota del socio “trascinato”; l'opzione sarebbe peraltro soggetta a due condizioni sospensive (l'aver il socio “trascinatore” ricevuto un'offerta vincolante da parte del terzo ed il mancato esercizio, da parte del socio “trascinato”, del diritto di prelazione).

Il caso Tecno S.p.A.

L'impostazione sopra descritta ha trovato una sua “consacrazione” giurisprudenziale in una nota ordinanza del Tribunale di Milano del 31 marzo 2008, relativamente al caso della società Tecno S.p.A., un rinomato produttore italiano di arredamenti per ufficio di alta gamma.

Il fondo di private equity controllante la società si apprestava a cedere la propria partecipazione ad un acquirente terzo e, constatando il mancato esercizio della prelazione da parte del socio di minoranza, ha esercitato il diritto di co-vendita previsto dallo statuto per costringere quest'ultimo a cedere la sua partecipazione allo stesso acquirente.

Il socio minoritario impugnava la clausola di drag-along, sostenendone l'invalidità, e di conseguenza il terzo acquirente adiva il Tribunale di Milano per chiedere il sequestro giudiziario delle quote del socio minoritario,

Il Tribunale di Milano ha rigettato il ricorso del terzo acquirente, argomentando che la clausola di drag-along dovesse ritenersi nulla. In particolare, il giudice monocratico ha ritenuto che, per come era stata redatta, la clausola non consentiva al socio di minoranza di uscire dalla società con le necessarie garanzie di vedersi riconosciuto un congruo corrispettivo da parte del terzo acquirente.

Nelle parole dell'ordinanza, la clausola di drag-along deve essere redatta in modo da non determinare un “effetto espropriativo” in capo al socio “trascinato”.

Key-learnings di ordine pratico: come redigere la clausola di drag-along

Il caso “Tecno S.p.A.” lascia aperte diverse questioni, sia di ordine teorico che eminentemente pratico. Tralasciando le prime e concentrandoci sulle seconde, sembra corretto trarre da questa ordinanza alcuni importanti suggerimenti, di seguito sinteticamente riportati.

1. Non basta abbinare alla clausola di drag-along un diritto di prelazione per essere certi che il diritto di co-vendita sia valido: benché il diritto di prelazione consenta al socio minoritario di evitare la vendita forzata delle proprie quote al terzo, questo presidio non è stato ritenuto sufficiente per garantire l’equo trattamento del socio di minoranza e per avvalorare la tesi della validità del diritto di co-vendita.
2. Per assicurarsi che il diritto di co-vendita sia valido, occorre disciplinare nello statuto della società il suo concreto meccanismo di funzionamento, prevedendo con precisione i criteri di valutazione ai quali ci si dovrà attenere per quantificare il valore delle quote oggetto di “trascinamento” e dunque destinate ad essere cedute coattivamente al terzo acquirente.
3. Se fosse impossibile raggiungere un accordo in ordine ai criteri di valutazione, è consigliabile attenersi a quelli previsti dal codice civile in ipotesi di recesso del socio, rispettivamente, di s.p.a. o di s.r.l.

Possibili implicazioni sulla validità delle clausole di tag-along

Speculari alle clausole di drag-along, ed ugualmente diffuse nella prassi, le clausole di tag-along attribuiscono ad un socio il diritto di co-vendere a un terzo le proprie quote con quelle di un altro socio. In sostanza, se le clausole di drag-along consentono ad un socio di “trascinare” con sé l’altro socio nella vendita, quelle di tag-along consentono allo stesso socio di “farsi portare” con sé dall’altro socio nella stessa vendita. E’ dunque lecito chiedersi se il caso “Tecno S.p.A.” possa determinare eventuali implicazioni anche con riguardo alle clausole di tag-along.

Queste ultime, in effetti, ampliano la facoltà di scelta del socio passivo (quello che non ha ricevuto alcuna offerta di acquisto), comprimendo analogamente l’autonomia del socio attivo (che ha ricevuto l’offerta), il quale potrebbe riscontrare maggiori difficoltà nello smobilizzare il proprio investimento considerando che dovrà “portare con sé” l’altro socio.

Il ragionamento seguito dal giudice monocratico di Milano nel caso “Tecno S.p.A.” pare tuttavia mal conciliarsi con la sua applicazione analogica al caso delle clausole di tag-along, dato che esso si fonda su un argomento di ordine sistematico che non pare potersi riproporre in questo caso.

Ciò nonostante, ci pare doversi riporre la massima attenzione anche alla redazione di clausole di tag-along, eventualmente anche prevedendo meccanismi di tutela del socio attivo (ad esempio, disponendo nello statuto che questi possa liberarsi dall’obbligo di co-vendita dietro versamento di un corrispettivo predeterminato, o determinabile in base a criteri oggettivi).