

Commissione Tax&Legal, Approfondimenti, giugno 2018

A cura di Cristina Cengia (Morri Rossetti e Associati)

Il trasferimento della nuda proprietà delle azioni non fa sorgere il diritto di co-vendita dei soci di minoranza (cd. *tag along*)

Premessa

L'introduzione nello statuto o in un patto parasociale di clausole di co-vendita – prassi mutuata nel nostro ordinamento dai paesi di *common law* – costituisce uno strumento contrattuale tramite cui le parti limitano la libera circolazione delle proprie azioni in favore, *inter alia*, di una maggiore valorizzazione della società nel suo complesso.

In particolare, la clausola di *tag along* costituisce la concessione ai soci di minoranza di un diritto di co-vendita – in caso di alienazione della partecipazione di maggioranza da parte del suo titolare – delle partecipazioni dagli stessi detenute, al medesimo acquirente e alle medesime condizioni economiche rispetto al trasferimento della partecipazione di maggioranza. In tal caso, il socio di maggioranza che intenda alienare la propria partecipazione si vede dunque obbligato a negoziare con il terzo acquirente, insieme alla cessione della propria quota, la cessione della quota di minoranza, pena l'inefficacia del trasferimento, qualora detta clausola sia inserita nello statuto, ovvero il risarcimento del danno causato al socio di minoranza, qualora detta clausola sia oggetto di una pattuizione parasociale.

Le finalità della clausola di *tag along* attengono principalmente alla protezione del socio di minoranza, al quale è consentito lo smobilizzo della propria partecipazione – che potrebbe altrimenti risultare difficoltoso – in caso di alienazione della partecipazione di maggioranza, garantendo dunque un'opportunità di *exit* nel caso in cui si addivenisse a un cambio di controllo della società.

Ulteriore vantaggio è costituito dal diritto del socio di minoranza di alienare la propria partecipazione alle medesime condizioni del socio di maggioranza, ivi incluso il diritto a vedersi corrisposto, *pro quota*, il premio di maggioranza, costituito dal maggior prezzo che il terzo acquirente è disposto a corrispondere per l'assunzione di una partecipazione di controllo, sfruttando in tal modo il potere contrattuale del socio di maggioranza.

Si noti, tuttavia, che la clausola di *tag along* attribuisce al socio di minoranza una facoltà e non già un obbligo, tale per cui è frequente nella prassi che la stessa sia controbilanciata dalla previsione della clausola di c.d. *drag along*, ovvero sia dal corrispondente diritto di trascinarsi della partecipazione del socio di minoranza, che attribuisce al socio di maggioranza il diritto di negoziare, e provocare, insieme alla propria, la cessione delle quote di minoranza.

Caso

La vicenda in esame trae origine dall'azione giudiziaria esperita da alcuni soci di minoranza al fine di vedersi riconosciuto il diritto di co-vendita previsto statutariamente in caso di trasferimento del pacchetto di maggioranza della società.

Nel caso in questione i soci di maggioranza avevano ceduto la nuda proprietà di azioni con riserva di usufrutto ed opzione di riacquisto negando, per l'effetto, l'attivarsi della procedura di co-vendita prevista dalla clausola di *tag along*.

I soci di minoranza lamentavano che l'operazione di vendita della sola nuda proprietà fosse stata posta in essere allo specifico fine di eludere la clausola di *tag along* e che la stessa avrebbe dovuto essere interpretata nel senso di ammettere il diritto di co-vendita anche in ogni caso in cui il trasferimento del controllo fosse risultato possibile, anche se esercitabile soltanto in futuro.

Il ricorso veniva respinto dal giudice di prime cure il quale argomentava che (i) il trasferimento della sola nuda proprietà delle azioni avesse avuto al contrario la finalità di evitare il passaggio del controllo della società; (ii) non era emersa alcuna prova di simulazione di un eventuale contratto di compravendita, né era stato dedotto che il socio di maggioranza avesse mai esercitato il diritto di voto nell'interesse della società acquirente, (iii) contestualmente alla cessione della nuda proprietà era stata pattuita un'opzione di riacquisto delle medesime azioni oggetto di cessione, esercitabile alla scadenza dell'usufrutto.

Ad uguale verdetto giungeva anche la Corte di Appello.

I soci di minoranza, dunque, proponevano ricorso per Cassazione avverso la sentenza di secondo grado; tuttavia anche i giudici di legittimità, non accogliendo i motivi di gravame, rigettavano l'impugnazione.

Commento

La sentenza della Corte di Cassazione è degna di nota perché per la prima volta il Supremo Collegio si è pronunciato sul tema del rapporto tra clausola di *tag along* e cessione nella nuda proprietà delle azioni.

I giudici di legittimità mettono puntualmente a fuoco la fattispecie e i principi ad essa applicabili: trattasi di cessione della nuda proprietà di azioni con riserva di usufrutto, operazione in linea con i principi generali in materia di proprietà e di usufrutto.

La Corte di Cassazione, avallando la ricostruzione dei giudici di merito, ha ritenuto infondata la ricostruzione della vicenda proposta dai ricorrenti, secondo i quali oggetto del trasferimento sarebbe stata la piena proprietà delle azioni cui successivamente sarebbe seguita la costituzione dell'usufrutto.

È infatti ammessa e tutelata nell'ordinamento, e in tal senso è stata interpretata la volontà negoziale dei soci di maggioranza, la cessione della sola nuda proprietà con riserva di usufrutto.

Trattasi di una fattispecie diversa dall'alienazione della piena titolarità del diritto di godere e disporre delle cose in modo pieno ed esclusivo, ai sensi dell'art. 832 c.c., in quanto si sostanzia nel trasferimento di una proprietà spogliata del godimento e della disposizione della *res*, che sono attribuite all'usufruttuario il quale, come noto, acquista il diritto di godere della cosa altrui, pur con l'obbligo di rispettarne la destinazione economica. Tale diritto, per sua natura e per espressa previsione di legge, è necessariamente temporaneo, poiché non avrebbe utilità la proprietà del nudo proprietario se la facoltà di godimento gli fosse sottratta in via definitiva.

Una volta delineata la fattispecie, il punto centrale della sentenza riguarda il presupposto in presenza del quale potesse sorgere il diritto di co-vendita dei soci di minoranza previsto dalla clausola statutaria. Più in generale la Corte è stata chiamata ad interrogarsi se la clausola di *tag along* possa trovare applicazione anche nel caso in cui oggetto della cessione sia la sola nuda proprietà e non già la proprietà piena ed esclusiva delle partecipazioni sociali.

A tale riguardo i giudici di legittimità hanno ritenuto infondata la tesi fornita dai ricorrenti, secondo la quale la vendita della nuda proprietà sarebbe stata idonea a fare sorgere il diritto di co-vendita poiché in grado di trasferire il controllo assembleare, benché solo potenziale in quanto futuro.

Il ragionamento sotteso alla tesi dei ricorrenti si fondava sulla circostanza per cui al verificarsi di una causa di estinzione dell'usufrutto, quale ad esempio la rinuncia o il non uso o ancora l'abuso del titolare dell'usufrutto, si verificherebbe l'espansione automatica della nuda proprietà in piena proprietà per effetto del carattere di elasticità intrinseco a tale diritto. Estinguendosi il diritto di usufrutto sulle azioni, il potere di godimento del nudo proprietario verrebbe di nuovo ad espandersi facendo acquistare a quest'ultimo la piena disponibilità delle azioni, comprensiva dell'esercizio della maggioranza dei voti. Così considerata, la nuda proprietà sarebbe già potenzialmente idonea all'acquisizione del controllo della società.

Al contrario la Corte di Cassazione, pronunciandosi per la prima volta sul punto, ha asserito che solo quando l'acquirente abbia assunto il controllo della società, per avere acquistato la maggioranza dei diritti di voto incorporati nelle azioni, sia configurabile il diritto di co-vendita in favore degli altri soci.

Alla base del ragionamento della Corte di Cassazione vi è il disposto dell'art. 2352 c.c., in forza del quale nel caso di usufrutto sulle azioni il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, all'usufruttuario. Pertanto, solo il trasferimento della piena proprietà del pacchetto azionario avrebbe attribuito la disponibilità della maggioranza dei voti in capo al titolare delle azioni.

A sostegno della propria posizione i giudici di legittimità hanno richiamato una precedente sentenza di Cassazione in cui si discuteva l'applicabilità dell'art. 2352 c.c. anche alle società a responsabilità limitata e in cui veniva affermato che il diritto di voto, per le quote in usufrutto, compete unicamente all'usufruttuario, il quale esercita al riguardo un diritto suo proprio e perciò non è obbligato ad attenersi alle eventuali istruzioni di voto che gli abbia impartito il nudo proprietario (Cass. 19 agosto 1996, n. 7614).

Il perno del ragionamento elaborato dalla Cassazione per escludere che il trasferimento della nuda proprietà legittimasse, a vantaggio dei soci di minoranza, l'esercizio del diritto di co-vendita, è stato il mancato trasferimento dei diritti di voto (e quindi del controllo) al cessionario: ciò in virtù del già richiamato art. 2352 c.c.

La Corte di Cassazione ha ritenuto tale restrittiva interpretazione coerente con la diversa operatività della clausola di *tag along* nel caso in cui oggetto del trasferimento siano strumenti finanziari quali opzioni, obbligazioni convertibili e *warrant*: in questi casi, infatti, l'acquirente degli strumenti finanziari si trova nella posizione di poter esercitare il proprio diritto di acquisto della piena proprietà delle azioni sottostanti gli strumenti finanziari in ogni momento, o comunque secondo la propria discrezionalità. La circostanza che, in tali casi, il trasferimento del controllo possa astrattamente considerarsi concluso, giustificerebbe l'applicazione della clausola di *tag along* e la corrispondente limitazione del diritto alla libera trasferibilità delle azioni del socio di maggioranza.