

CLAUSOLE STATUARIE A FAVORE DELL'EXIT STRATEGY: DALLA CO-VENDITA AL TRASCINAMENTO

L'obiettivo principale di qualunque *investor* è quello di monetizzare l'attività creata, vendere le quote e conseguire così un ritorno economico. Questo processo viene indicato nel gergo finanziario con il termine *exit strategy*. Un'efficace *exit strategy* deve garantire all'investitore la possibilità di liquidare la propria partecipazione in maniera semplice, evitando di rimanere prigioniero del proprio investimento, sia che egli sia un socio di maggioranza che di minoranza. È in questo contesto che si inseriscono le clausole di *tag along*, *drag along* e *bring along*, ovvero - per utilizzare una terminologia giuridica italiana - le clausole di co-vendita e di trascinamento.

Prima di passare all'analisi delle singole, si deve osservare che tali clausole derivano dagli ordinamenti giuridici di *Common Law* e non sono espressamente disciplinate dal nostro codice civile. Tuttavia, seppur atipiche, le stesse trovano ampia diffusione nella prassi societaria, specie delle startup, e vengono annoverate tra le disposizioni che limitano la circolazione delle partecipazioni sociali a norma dell'articolo 2469 cc, per le società a responsabilità limitata, e dell'articolo art. 2355 bis cc, per le società per azioni.

Tag along right

L'espressione *tag along* right identifica il cosiddetto diritto di co-vendita posto a tutela del socio di minoranza nell'ipotesi in cui il socio di maggioranza intenda uscire dalla società cedendo la sua quota di partecipazione. In dettaglio, per effetto di una clausola *tag along* (detta anche *piggy back clause* o patto di accodamento), il socio di maggioranza (può essere prevista anche per tutti i soci) che intende cedere la propria partecipazione ad un terzo potenziale acquirente, ha l'obbligo, ove richiesto, di garantire anche per le quote di minoranza l'acquisto da parte del terzo acquirente alle medesime condizioni economiche. Così, ad esempio, in presenza di una compagine societaria formata dal socio A con il 60% del capitale e un socio B con il 40%, qualora il primo intendesse cedere a un terzo la sua intera partecipazione, lo stesso, ove richiesto dal socio di minoranza che

dovrà essere informato della cessione, sarebbe tenuto a consentire all'altro socio di vendere pro-quota il proprio 40% allo stesso prezzo e condizioni pattuite con l'acquirente per la partecipazione di maggioranza. Quindi l'acquirente acquisirà il 60% ma costituito dal "60% del 60%" ovvero 36% venduto dal socio A e dal "60% del 40%" ovvero il 24% ceduto dal socio B.

Il *tag along*, quindi, attribuisce un diritto ai soci di minoranza senza però che sia per loro obbligatorio vendere le quote ed è funzionale ad evitare il rischio che la partecipazione minoritaria resti "congelata" e praticamente priva di valore significativo, generando, al contrario, un incremento del valore economico della stessa.

La possibilità di lucrare un corrispettivo dalla vendita della quota che distribuisca fra i soci il c.d. premio di maggioranza (ovvero il maggior valore riconosciuto alla partecipazione di controllo) può non essere tuttavia l'unica ratio che spinge all'introduzione di una clausola di co-vendita. Si pensi ad esempio alla situazione in cui uno o più soci siano interessati alla conservazione di una determinata compagine sociale, considerata fondamentale per la permanenza di quest'ultimi nella società, o all'ipotesi in cui il potenziale acquirente risulti essere persona sgradita ai soci di minoranza; la clausola di co-vendita permetterebbe ai medesimi di smobilizzare almeno parte dell'investimento.

Drag along & bring along rights

Con la clausola di *drag along* (o patto di trascinamento) si attribuisce, solitamente ad un particolare socio (spesso un fondo di ventre capital), il diritto di trascinare gli altri soci nell'operazione di vendita indirizzata a terzi acquirenti, alle medesime condizioni economiche. Il trascinamento può essere totale o pro-quota.. Lo scopo del *drag along right* è essenzialmente consentire al socio "primo alienante" di cedere il 100% di una società ovvero, in caso di dismissione parziale, di mantenere il medesimo rapporto tra i vari soci facenti parte della compagine societaria ante cessione (agendo come clausola di anti-diluizione).

Si evince dunque la differenza con il diritto di co-vendita (il *tag-along*), poiché in questo caso il socio di minoranza è soggetto ad un obbligo e non è invece beneficiario di un diritto. Al contempo, la clausola permette al socio titolare del *drag along right* di valorizzare appieno la propria

partecipazione evitando forme di ostruzionismo da parte della minoranza e offrendo al terzo acquirente una partecipazione più appetibile.

Va osservato tuttavia che la clausola *drag along*, sotto una particolare luce, si potrebbe considerare “vantaggiosa” anche per i soci di minoranza, qualora volessero speculare sul valore delle partecipazioni (e sul c.d. premio di maggioranza), determinando a loro favore un notevole vantaggio economico dato dalla valutazione delle proprie azioni al pari di quelle del socio di maggioranza.

La clausola di *bring along* (trascinamento automatico) è simile alla precedente, ma con la variante che il diritto di trascinamento spetta non al socio di maggioranza, ma bensì al terzo acquirente che, in sede di trattativa, ha il potere di decidere se acquistare anche la partecipazione di minoranza (anche pro-quota). Il socio di minoranza sarà obbligato a vendere la propria partecipazione o quota proporzionale di essa. Se ci pensiamo il *bring along* è “l’obbligo” al *tag along*!

È chiaro che l’esercizio dei diritti di *drag along* o *bring along*, può determinare un evidente disallineamento dei tassi di redditività dell’operazione d’investimento per i diversi soci in funzione del possibile diverso prezzo di carico della partecipazione, nonché della diversità di timing con cui sia stata effettuata. Di questo non si può, o quantomeno non si dovrebbe, non tenere conto in sede di *drafting* contrattuale. Un’accortezza potrebbe essere quella di prevedere dei “meccanismi” in grado di contenere la discrezionalità del trascinante con, ad esempio, la previsione di un *floor* di disinvestimento noti come “*drag along floor*”, in modo tale che al socio trascinato venga corrisposto un corrispettivo che remunererà il capitale investito. I *drag along floor* sono spesso espressi con *wording* quali: “*drag along floor* = 1,5X la *pre-money valuation* applicata al socio di minoranza”; ciò significa che il socio di minoranza potrà essere “trascinato” a vendere solo ad un prezzo che gli garantisca 1,5 volte l’investimento iniziale.

Be safe: Know your exit strategy!

21 febbraio 2019

Autore | **Diana Lesic**
Analyst di inFinance