

“DRAG ALONG” COME STRUMENTO DI EXIT O DI COERCIZIONE? PROFILI DI ABUSO DELLA MAGGIORANZA NEI DEAL VC

di Matteo FORGIONE*

The drag-along clause is one of the most useful contractual tools in venture capital practice, as it allows the parties to overcome hold-out risks in exit transactions and to offer a third-party purchaser the possibility to acquire the entire share capital of the target company. However, the same clause is inherently ambivalent: while it may operate as a value-enhancing and transaction-efficiency mechanism (from the majority shareholders perspective), it may also become a means of coercion against minority shareholders, especially in situations involving informational asymmetry, conflicts of interest, unfair pricing or waterfall of liquidation preferences capable of eliminating the economic return of certain shareholders. This article analyses the compatibility of drag-along clauses with Articles 2355-bis, 2469, 2437-ter and 2473 of the Italian Civil Code, as well as with the principles of good faith, fairness and prohibition of abuse of rights, focusing on notarial guidelines, case law and legal scholarship concerning fair valuation, statutory adoption and remedies available to minority shareholders.

**Luglio
fascicolo 2/2026**

* Financial, Corporate Lawyer & Legal Counsel Equity Investments presso Banca Intesa Sanpaolo S.p.A.

Rivista di Diritto del Risparmio

APPROFONDIMENTI

“Drag along” come strumento di exit o di coercizione?

Profili di abuso della maggioranza nei deal VC*

di Matteo FORGIONE**

Luglio
fascicolo 2/2026

* Contributo approvato dai *referee*.

** Financial, Corporate Lawyer & Legal Counsel Equity Investments presso Banca Intesa Sanpaolo S.p.A.

Abstract

The drag-along clause is one of the most useful contractual tools in venture capital practice, as it allows the parties to overcome hold-out risks in exit transactions and to offer a third-party purchaser the possibility to acquire the entire share capital of the target company. However, the same clause is inherently ambivalent: while it may operate as a value-enhancing and transaction-efficiency mechanism (from the majority shareholders perspective), it may also become a means of coercion against minority shareholders, especially in situations involving informational asymmetry, conflicts of interest, unfair pricing or waterfall of liquidation preferences capable of eliminating the economic return of certain shareholders. This article analyses the compatibility of drag-along clauses with Articles 2355-bis, 2469, 2437-ter and 2473 of the Italian Civil Code, as well as with the principles of good faith, fairness and prohibition of abuse of rights, focusing on notarial guidelines, case law and legal scholarship concerning fair valuation, statutory adoption and remedies available to minority shareholders.

La clausola di drag along costituisce uno degli strumenti più duttili nella prassi del venture capital, consentendo di superare il rischio di blocco dell'operazione di exit derivante dal dissenso di soci di minoranza e di offrire al terzo acquirente la possibilità di acquisire l'intero capitale sociale della società target. La medesima clausola, tuttavia, presenta una intrinseca ambivalenza: da meccanismo di efficienza negoziale e di massimizzazione del valore dell'investimento (dal lato del socio trascinante) può trasformarsi in strumento di compressione della posizione del socio trascinato, in particolare in condizioni di asimmetria informativa, conflitto di interessi, prezzi non equi o con waterfall di liquidation preference capaci di azzerare il ritorno economico di talune categorie di soci. L'articolo analizza la compatibilità della clausola con gli artt. 2355-bis, 2469, 2437-ter e 2473 c.c., nonché con i principi di buona fede, correttezza e divieto di abuso del diritto, soffermandosi sui principali orientamenti notarili, giurisprudenziali e dottrinali in materia di equa valorizzazione della partecipazione, introduzione statutaria della clausola e rimedi esperibili dal socio di minoranza.

“Drag along” come strumento di exit o di coercizione?

Profili di abuso della maggioranza nei deal VC

A cura di Matteo FORGIONE.

SOMMARIO: 1. Premessa: la funzione economica del *drag along* nei deal VC. – 2. Natura giuridica e collocazione statutaria o parasociale della clausola. – 3. Il limite dell’equa valorizzazione della partecipazione trascinata. – 4. *Drag along, liquidation preference* e rischio di espropriazione economica. – 5. Abuso della maggioranza, buona fede e conflitto di interessi nell’esercizio del drag. – 6. Rimedi del socio trascinato e criteri di *drafting*. – 7. Conclusioni.

1. Premessa: la funzione economica del *drag along* nei deal VC.

Nel lessico contrattuale del venture capital, la clausola di *drag along* – o diritto di trascinamento – designa il meccanismo mediante il quale uno o più soci, normalmente titolari di una determinata maggioranza del capitale o di una maggioranza qualificata di investitori, possono imporre agli altri soci la vendita congiunta delle rispettive partecipazioni a un terzo acquirente. La clausola risponde a una esigenza tipica delle operazioni di investimento in società: assicurare la contendibilità della società target e rendere concretamente praticabile una exit totalitaria, superando il rischio che una minoranza impedisca la cessione del 100% del capitale. La prassi notarile descrive la clausola di covendita quale strumento volto a disciplinare, in caso di vendita di partecipazioni in s.p.a. o in s.r.l., il diritto e/o l’obbligo dei soci diversi dall’alienante di vendere contestualmente le partecipazioni possedute, nei limiti della disciplina sulla circolazione delle partecipazioni e dell’equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa¹.

La funzione economica è evidente: nei deal VC, l’investitore istituzionale non entra normalmente nel capitale per restarvi indefinitamente, ma per realizzare, entro un orizzonte temporale coerente con la durata del fondo, una monetizzazione della partecipazione. Il *drag along* diventa dunque una clausola di liquidità programmata, destinata a evitare che l’exit venga

¹ Consiglio Notarile di Milano, 22 novembre 2005, Massima n. 88.

paralizzata dai soci fondatori, dipendenti assegnatari di stock option o soci finanziari di minoranza. Pertanto, il *drag along* opera come strumento di efficienza: riduce il costo del coordinamento tra soci, aumenta l'appetibilità della società per il compratore industriale o finanziario e, talvolta, consente di ottenere un premio di controllo o comunque una valorizzazione superiore rispetto alla cessione di una partecipazione non totalitaria.

Il diritto di covendita, tuttavia, non è neutro. Esso attribuisce ad alcuni investitori il potere di incidere sulla titolarità della partecipazione altrui, obbligando un atto dispositivo che, in assenza della clausola, richiederebbe il consenso individuale del socio. La tensione giuridica nasce proprio dalla trasformazione del diritto di exit di una maggioranza in obbligo di disinvestimento della minoranza. Ne discende che il *drag along* può assumere la valenza fisiologica di strumento di mercato e quello patologica di coercizione contrattuale. Il problema non è dunque se la clausola sia in astratto ammissibile – quesito che la prassi notarile e la giurisprudenza tendono a risolvere positivamente – ma a quali condizioni essa possa essere esercitata senza tradursi in abuso.

2. Natura giuridica e collocazione statutaria o parasociale della clausola.

Il *drag along* può essere collocato nello statuto o in un patto parasociale. La scelta del contratto in cui inserirlo non è priva di significato, poiché incide sull'efficacia della clausola, sulla sua opponibilità ai soci futuri e ai terzi, nonché sui rimedi applicabili in caso di violazione. Se inserita nello statuto assume efficacia organizzativa, vincolando tutti i soci presenti e futuri; ove inserita in un patto parasociale, invece, la clausola vincolerebbe solo le parti aderenti e producendo effetti obbligatori, con conseguenze essenzialmente risarcitorie o di esecuzione in forma specifica ove ricorrano i presupposti. (Cfr. artt. 2341-bis, 1322 e 2932 c.c.).

Sotto il profilo societario, gli artt. 2355-bis e 2469 c.c. costituiscono il principale fondamento normativo dei limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni. L'art. 2355-bis c.c., per le s.p.a., consente allo statuto di sottoporre il trasferimento delle azioni nominative a particolari condizioni; l'art. 2469 c.c., per le s.r.l., prevede la libera trasferibilità delle partecipazioni salvo diversa disposizione. La dottrina ha ricondotto il *drag along* nell'area delle clausole limitative della circolazione, capaci non soltanto di impedire o condizionare il trasferimento, bensì di imporlo al socio trascinato².

² G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milano, 2010, 830 ss.

La questione più delicata riguarda l'introduzione della clausola nello statuto. Una prima impostazione, più restrittiva, richiedeva il consenso individuale dei soci destinati a subire il trascinamento, sul presupposto che il *drag* incidesse su un diritto individuale alla conservazione dello status. Successivamente, un nuovo orientamento ha distinto tra clausole strutturate come opzioni call – per le quali resta forte l'esigenza del consenso del socio obbligato – e clausole configurate come regole organizzative di scioglimento anticipato dell'investimento mediante vendita congiunta, ammettendone l'introduzione a maggioranza entro precisi limiti. In quest'ultima variante, il *drag along* rappresenta non una mera appropriazione del potere dispositivo altrui, ma una regola *ex ante* di organizzazione del disinvestimento collettivo.

3. Il limite dell'equa valorizzazione della partecipazione trascinata.

Il maggiore presidio contro l'abuso è il principio di equa valorizzazione della partecipazione. Secondo la Massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano, le clausole che prevedono l'obbligo di vendita devono essere compatibili con il principio di equa valorizzazione della partecipazione coercitivamente dismessa. Tale regola costituisce, nella prassi italiana, il punto di equilibrio tra la l'esigenza di rendere effettiva l'exit e quella di evitare che il socio trascinato sia assoggettato a un trasferimento forzoso a condizioni svantaggiose.

La giurisprudenza milanese del 2008³ e la dottrina⁴ hanno evidenziato il punto di emersione del problema. Il Tribunale di Milano ha circoscritto la validità delle clausole di trascinamento alla presenza di meccanismi idonei a valorizzare la partecipazione dismessa, motivando per analogia con le clausole di riscatto e con le norme in tema di recesso e liquidazione della partecipazione. In particolare, gli artt. 2437-ter c.c. per le s.p.a. e 2473 c.c. per le s.r.l., esprimono l'esigenza di liquidare il socio uscente secondo criteri adeguati a riflettere la consistenza patrimoniale, le prospettive reddituali e l'eventuale valore di mercato della partecipazione.

Nonostante ciò, non è necessario che la formulazione del diritto di *drag along* replichi pedissequamente gli artt. 2437-ter e 2473 c.c. Nei deal VC, infatti, la partecipazione può

³ Trib. Milano, Ord., 31 marzo 2008.

⁴ N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Giuffrè, Milano, 1994, 55 ss.; L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. comm.*, fasc. n. 2/2009, 1029 ss.

essere caratterizzata da categorie di azioni, diritti particolari, preferenze liquidatorie, *conversion rights*, *anti-dilution* e *waterfall* distributive che incidono sulla concreta spettanza economica.

Il problema è allora stabilire se l'equa valorizzazione riguardi il valore astratto della società, pre-money o post-money, oppure il valore concreto della partecipazione, tenuto conto dei diritti economici ad essa attribuiti. Nella prassi si riscontra la seconda soluzione, purché la *waterfall* sia stata validamente pattuita, sia conoscibile ex ante, non realizzi un'espropriazione arbitraria e non sia esercitata in frode o con abuso.

Sul punto, la Massima n. 126 del Consiglio Notarile di Milano, secondo cui sono legittime le clausole statutarie che prevedono, nel caso di vendita congiunta di partecipazioni da parte di più soci, anche in conseguenza dell'operare di una clausola di covendita o di riscatto, la ripartizione non proporzionale del corrispettivo, purché l'individuazione dei soci soggetti alla previsione avvenga, nelle s.p.a., mediante categorie speciali di azioni e, nelle s.r.l., mediante diritti particolari ex art. 2468, comma 3, c.c., o comunque mediante criteri oggettivi predeterminati⁵.

4. *Drag along, liquidation preference* e rischio di espropriazione economica.

Nei deal VC il drag along non opera isolatamente. Esso si combina con clausole di *liquidation preference*, diritti di veto su operazioni qualificate, *mandatory sale*, *IPO rights*, *anti-dilution* e clausole di conversione. Tale combinazione può generare un effetto economicamente asimmetrico: ad esempio, il socio trascinato vende formalmente alle stesse condizioni degli altri soci, ma, per effetto della *waterfall*, percepisce un corrispettivo inferiore o persino nullo. In tali casi il tema dell'abuso non riguarda soltanto il prezzo complessivo offerto dal terzo, ma la distribuzione interna dei proventi di exit.

La questione investe due piani. Il primo è quello del divieto di patto leonino ex art. 2265 c.c., tradizionalmente applicabile anche alle società di capitali quando una clausola escluda un socio, in modo assoluto e costante, dalla partecipazione agli utili o alle perdite. La giurisprudenza⁶ richiede, ai fini della nullità, una esclusione sostanziale e permanente dal rischio di impresa, non essendo sufficiente una mera differenziazione dell'allocazione del rischio o una graduazione diversificata dei diritti patrimoniali⁷.

⁵ Consiglio Notarile di Milano, 5 marzo 2013, Massima n. 126.

⁶ Cass. Civ., Sez. I, Ord., 4 luglio 2018, n. 17498; Cass. Civ., Sez. I, Ord., 1° settembre 2023, n. 25594; Cass. Civ., Sez. I, 29 ottobre 1994, n. 8927.

⁷ N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, cit.

Il secondo piano è quello dell'equa valorizzazione. Anche quando la *liquidation preference* non integri patto leonino, essa può porsi in tensione con il principio secondo cui il socio trascinato non deve essere privato del valore economico della propria partecipazione. Occorre allora distinguere: se l'azzeramento del ritorno deriva dall'applicazione di una *waterfall* validamente accettata, coerente con le diverse categorie di soci, il risultato non sarà necessariamente abusivo; se invece la maggioranza attiva il drag in modo strumentale, scegliendo tempi, acquirente, prezzo o struttura dell'operazione al solo fine di trasferire valore verso categorie privilegiate, potrà verificarsi una frizione con il principio di buona fede e un conseguente abuso del diritto.

La dottrina ritiene non sufficiente la previsione di un floor minimo coincidente con il valore di recesso ma devono essere previsti l'equa determinazione del valore e la correttezza del procedimento che conduce alla vendita⁸.

5. Abuso della maggioranza, buona fede e conflitto di interessi nell'esercizio del *drag*.

Il *drag along*, anche quando validamente previsto, non attribuisce alla maggioranza un potere arbitrario. L'esercizio della clausola resta soggetto agli artt. 1175 e 1375 c.c., che impongono correttezza e buona fede nell'esecuzione del rapporto, nonché al divieto di abuso del diritto. La Cassazione, nella pronuncia n. 27387/2005, ha valorizzato il limite funzionale all'esercizio di una posizione giuridica soggettiva quando l'atto, pur lecito e contrattualmente previsto, persegua una finalità eccedente o deviata rispetto alla causa concreta del rapporto⁹.

Ciò è evidente, nel contesto societario, nel caso di abuso della maggioranza, ovvero laddove la deliberazione o l'esercizio di un diritto sociale sia privo di giustificazione nell'interesse sociale o nella funzione contrattuale dello strumento, e sia invece diretto a ledere la posizione della minoranza. In relazione al *drag along*, gli indici sintomatici di un utilizzo distorto possono essere molteplici: prezzo incongruo rispetto al *fair market value*; assenza di un processo competitivo e/o condiviso; vendita a soggetti correlati; mancata disclosure delle condizioni essenziali dell'offerta; imposizione di garanzie e indennizzi sproporzionati al socio trascinato; scelta del momento dell'exit immediatamente prima di un evento di rivalutazione;

⁸ C.F. GIAMPAOLINO, *Clausole di trascinamento c.d. drag-along: equa determinazione del valore vs equa valorizzazione*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. n. 1/2024, 230 ss.

⁹ Cass. Civ., Sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387.

combinazione artificiosa con una *liquidation preference* idonea a drenare integralmente il valore verso i soci promotori del drag; esclusione della minoranza da informazioni rilevanti; mancato coinvolgimento degli organi sociali o violazione di quorum rafforzati previsti per operazioni qualificate.

Il confine tra efficienza e coercizione va dunque cercato nella causa concreta dell'esercizio. Se il drag serve a realizzare una vendita effettiva, in buona fede, a condizioni di mercato, in favore di un terzo indipendente e nell'ambito di un processo concordato, esso rimane strumento fisiologico di exit. Ove fosse mero cavillo per estromettere soci sgraditi, consolidare il controllo, trasferire asset a parti correlate o anticipare una vendita sottovalutata in danno della minoranza, esso assumerebbe una funzione abusiva. In questa seconda ipotesi, l'apparente rispetto della lettera della clausola non basta: la buona fede opera come clausola generale di controllo dell'esercizio del potere privato.

6. Rimedi del socio trascinato e criteri di *drafting*.

Il socio trascinato dispone di rimedi diversi a seconda della sede in cui è posto il *drag along* e della patologia dedotta.

In presenza di clausola statutaria invalida o introdotta in violazione di norme imperative, potranno venire in rilievo l'impugnazione della delibera modificativa dello statuto ex artt. 2377 e 2379 c.c., l'accertamento della nullità della clausola o l'opposizione all'esecuzione del trasferimento per difetto dei presupposti.

In caso di esercizio abusivo di una clausola valida, invece, il rimedio potrà essere risarcitorio, cautelare o, nei casi in cui l'operazione non sia ancora perfezionata, inibitorio.

In presenza di clausola parasociale, la violazione rileverà principalmente sul piano obbligatorio, ferma la possibilità di invocare l'art. 2932 c.c. ove sussistano i presupposti per l'esecuzione specifica dell'obbligo di concludere il contratto.

In ogni caso, il rimedio più efficace risulta essere la prevenzione dell'abuso mediante un'adeguata formulazione a monte della disposizione. Sul punto, una clausola di *drag along* potrà essere resa equilibrata prevedendo quanto segue: una soglia di attivazione qualificata; la necessità che l'offerta riguardi il 100% del capitale sociale o un *change of control* chiaramente definito; un prezzo complessivo almeno pari al *fair market value* o determinato secondo criteri oggettivi e condivisi; la possibilità per il socio trascinato di contestare il prezzo mediante un esperto indipendente ex art. 1349 c.c.; l'obbligo di comunicare identità dell'acquirente,

prezzo, termini di pagamento, condizioni sospensive, aggiustamenti del prezzo e garanzie richieste; un termine ragionevole per esaminare l'offerta; responsabilità dei soci venditori limitata, pro quota e non solidale, alle garanzie su titolarità e capacità, salvo diverso consenso; applicazione espressa della *waterfall*; veto o consenso di categoria per operazioni sotto determinate soglie di valorizzazione; esclusione o rafforzamento dei presidi in caso di vendita a parti correlate.

Particolarmente utile è la previsione di un meccanismo di *price floor*, costruito non solo sul valore nominale o sul prezzo di sottoscrizione, ma sul valore di mercato della società e sul valore economico della partecipazione, tenendo conto dei diritti patrimoniali incorporati nelle diverse categorie di azioni. In tal senso, le clausole che prevedono il ricorso a un esperto indipendente, privo di conflitti, con accesso ai documenti societari e obbligo di determinazione secondo equo apprezzamento, appaiono coerenti con il principio di buona fede.

7. Conclusioni.

Il *drag along* è istituto essenziale nella contrattualistica VC, perché consente di rendere efficace l'exit e di massimizzare il valore della società in sede di cessione totalitaria. Esso non rappresenta necessariamente una clausola intrinsecamente oppressiva: in molte operazioni costituisce, invece, uno strumento nell'interesse di tutti i soci, inclusi quelli di minoranza, perché consente di partecipare a una vendita che altrimenti potrebbe non realizzarsi. Tuttavia, la sua legittimità concreta dipende dal rispetto di condizioni sostanziali e procedurali.

La clausola diventa problematica quando il potere di trascinamento svia dalla sua funzione economica e si trasforma in potere di coercizione della minoranza. Il criterio dirimente è dunque la distinzione tra exit e costrizione. È exit quando la vendita è valida ove sorretta da un procedimento oggettivo e da equa valorizzazione. È coercizione quando la maggioranza utilizza il drag per imporre una perdita di valore non giustificata, una vendita sottocosto, una distribuzione dei proventi manipolata o un trasferimento a soggetti correlati.

Nella prospettiva del diritto italiano, i presidi non mancano: artt. 2355-bis e 2469 c.c. per la disciplina della circolazione; artt. 2437-ter e 2473 c.c. per il metodo valutativo; artt. 1175 e 1375 c.c. per il principio di buona fede; art. 2265 c.c. per il limite estremo del patto leonino; artt. 2377 e 2379 c.c. per i rimedi contro deliberazioni invalide.

La sfida, nella prassi VC, è trasformare tali limiti in un *drafting* efficace: soglie, procedure, esperti indipendenti, comunicazioni, limiti di responsabilità e veto di categoria. Solo così il *drag along* può essere, non uno strumento di coercizione della minoranza, ma una tecnica di disinvestimento collettivo espressione di una corretta organizzazione dell'assetto contrattuale.