

IL PATTO D'OPZIONE IN AMBITO SOCIETARIO



L'opzione in ambito societario, rispetto alla fattispecie civilistica, si distingue per natura, struttura e funzionamento, dimostrando una grande versatilità nel perseguire scopi e funzioni assai diverse a livello parasociale. La natura di negozio preparatorio, però, fa sorgere possibili dubbi interpretativi circa l'applicabilità della disciplina codicistica dei patti parasociali e, pertanto, è necessaria un'indagine preventiva al fine di individuare la causa concreta perseguita dalle parti, anche per evitare di ricadere in altre ipotesi di nullità previste dall'ordinamento. Nel presente contributo, quindi, si analizzano le principali funzioni del patto di opzione in ambito societario, anche alla luce della più recente giurisprudenza.

/ Cristiano BERTAZZONI *

CARATTERISTICHE

Il patto di opzione è un contratto con cui le parti predispongono il contenuto di un futuro regolamento contrattuale e convengono che una di esse manterrà ferma la propria dichiarazione mentre l'altra sarà libera di accettare entro un termine¹.

La fattispecie è regolata dall'art. 1331 c.c., secondo il quale quando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno, la dichiarazione della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dall'art. 1329 c.c. Se per l'accettazione non è stato fissato un ter-

mine, questo può essere stabilito dal giudice. Il patto di opzione, pertanto, è un c.d. **contratto preparatorio** di un successivo contratto finale che si perfeziona mediante la dichiarazione unilaterale di una parte (c.d. opzionario) che accetta la proposta formulata dall'altra parte (c.d. concedente)².

L'opzione, in astratto può accedere a qualsiasi tipo di contratto. Quindi, la proposta irrevocabile può avere per oggetto una compravendita, una locazione, un appalto o un contratto innominato.

Nella prassi, i contratti di opzione più diffusi sono quelli di compravendita, in particolare immobiliare.

In ambito societario, però, il patto d'opzione

* *Avvocato in Verona – Unistudio Legal & Tax*

1 Per un approfondimento si veda Bertazzoni C. "La disciplina generale del patto d'opzione", in *questa Rivista*, 9, 2021.

2 Per tutti, Bianca C.M. "Diritto civile", III, 2a ed., Milano, 2000, p. 267; Gazzoni F. "Manuale di diritto privato", Napoli, 2003, p. 833 ss.

avente per oggetto il **trasferimento di partecipazioni societarie**, pur mantenendo inalterato lo schema contrattuale di base, assume profili del tutto peculiari.

In particolare, il patto di opzione è diffuso nella prassi societaria nelle due declinazioni "call" (diritto di acquistare) e "put" (diritto di vendere)³.

Va fin d'ora chiarito che sulla terminologia delle opzioni *call* e *put* vi è spesso una certa confusione, non tanto sostanziale quanto semantica, che si cercherà qui di chiarire. Nel definire un'opzione di acquisto (*call*) o di vendita (*put*), infatti, si deve avere sempre riguardo alla posizione giuridica del soggetto titolare del diritto potestativo, rispettivamente di acquistare o vendere, ossia l'opzionario. Il patto di **opzione call**, appunto, attribuisce all'opzionario il diritto potestativo di acquistare partecipazioni societarie alle condizioni convenute dalle parti. Lo schema dell'opzione *call*, quindi, ricalca in sostanza quello dell'opzione di vendita ordinaria, in cui il concedente propone irrevocabilmente all'opzionario di acquistare le partecipazioni di cui il concedente stesso è proprietario. Dal punto di vista dell'opzionario, pertanto, l'opzione *call* attribuisce a questi un diritto di acquistare.

Il patto di **opzione put**, per contro, consiste nell'attribuzione all'opzionario del diritto potestativo di vendere al concedente le partecipazioni societarie dell'opzionario stesso, alle condizioni convenute dalle parti. La prospettiva, quindi, è rovesciata: il concedente propone irrevocabilmente all'opzionario di acquistare le partecipazioni dell'opzionario stesso. Di conseguenza, dal punto di vista dell'opzionario, l'opzione *put* attribuisce a questi un diritto di vendere.

Ciò che caratterizza le opzioni in ambito societario, oltre all'oggetto dell'opzione (le partecipazioni) è il fatto che a tali opzioni è spesso dato un valore, un prezzo, non necessariamente pecuniario e che, soprattutto,

le parti, concedente e opzionario, sono di norma soci della società delle cui partecipazioni si tratta.

In sintesi, i patti di opzione in ambito societario sono contratti bilaterali con i quali a un socio (beneficiario o opzionario), anche dietro pagamento di un corrispettivo (c.d. premio) a favore di un altro socio (concedente), si attribuisce il diritto potestativo di acquistare (*call*) o di vendere (*put*), un certo quantitativo di partecipazioni (azioni, quote) a un prezzo determinato o determinabile (prezzo di esercizio o *strike price*), al verificarsi di un evento definito (c.d. *triggering event*) o di un termine. Sul punto, si distingue l'esercizio entro un certo termine, c.d. *opzione americana*, oppure alla scadenza di un termine, c.d. *opzione europea*, o ad alcune date prefissate, c.d. *opzione bermuda*.

Poiché le opzioni *call* e *put* sono accordi che intervengono tra soci della medesima società, ci si chiede **se possano rientrare nella fattispecie dei patti parasociali**, ossia di quegli accordi che intervengono, al momento della costituzione di una società o nel corso della sua vita, tra tutti i soci o, come più spesso avviene, tra alcuni di essi o tra gruppi di essi, per regolare *ex ante* il comportamento da tenere rispetto ai fatti sociali.

I patti parasociali sono previsti all'art. 2341-bis c.c. che, però, non ne esaurisce la casistica. Infatti, nella prassi vi è un'ampia varietà di patti parasociali, ma il legislatore, ne ha elencati e disciplinati solo alcuni, ossia solo quei patti tra soci stipulati al fine di **stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società**, che:

- abbiano per oggetto l'esercizio del diritto di voto; o
- pongano limiti al trasferimento delle relative azioni (c.d. sindacati di blocco), nelle società per azioni o nelle società che le controllano;
- abbiano per oggetto o per effetto l'eserci-

3 Sull'impiego di tali opzioni nelle srl si veda Tassinari F. "Le opzioni put, call e put & call nelle srl", in *questa Rivista*, 6, 2013.



zio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società⁴.

Questi patti, in particolare, sono soggetti a specifici limiti temporali e se il patto non prevede un termine di durata, ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di centottanta giorni.

Quindi, specificando la precedente domanda, ci si chiede se le opzioni *call* e *put* siano qualificabili come patti parasociali soggetti alla disciplina dell'art. 2341-*bis* c.c.

Secondo la dottrina prevalente, l'elenco dell'art. 2341-*bis* c.c. non deve considerarsi tassativo, ma è volto a individuare a quali, tra gli innumerevoli patti parasociali, sia applicabile la disciplina dettata dal medesimo articolo⁵.

In sostanza, la norma codicistica offre un criterio interpretativo sia di **tipo teleologico**, ossia fondato sullo scopo che tali patti perseguono (stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società), sia di **tipo contenutistico** (patti che hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano, oppure che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano, oppure che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società).

La dottrina più risalente ritiene che debbano essere sottoposti alla disciplina dell'art. 2341-*bis* c.c. anche i patti di opzione *put* e *call*, in quanto diretti a stabilizzare gli assetti pro-

prietari, anche se, in verità, vi sono numerosi esempi applicativi delle opzioni che sembrano fondare l'affermazione opposta⁶.

In generale, infatti, il diritto di acquistare le partecipazioni (opzione *call*), per definizione, mira ad alterare gli assetti proprietari, mentre il diritto di vendere (opzione *put*) non sembra costituire un limite, ma, anzi, un rafforzamento del diritto di disporre delle partecipazioni. Per contro, va osservato che ove i patti di opzione siano volti a garantire il controllo della società, possono essere sussunti sotto la fattispecie prevista dall'art. 2341-*bis* co.1 lett. c), ossia quei patti che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società⁷.

In questo senso, i patti di opzione integrano la *ratio* della norma e, pertanto, sarebbero soggetti alla disciplina prevista dall'art. 2341-*bis* c.c.

Il dibattito, in realtà, è ancora aperto. In particolare, un'autorevole dottrina, al fine di stabilire in quali casi l'art. 2341-*bis* c.c. sia applicabile, ha proposto un'interessante classificazione dei patti parasociali sulla base della **funzione** e dello **scopo perseguito**⁸.

In particolare, i patti parasociali sarebbero così divisibili:

- **patto parasociale codificato con finalità tipizzata**: ossia un patto espressamente richiamato dall'art. 2341-*bis* c.c. la cui finalità sia tra quelle elencate dalla norma stessa (es. il sindacato di voto ex comma 1 lett. a); questo patto è soggetto alla durata quinquennale;

4 A norma dell'art. 2341-*bis* c.c., i patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società: a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano; b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano; c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società, non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza. Qualora il patto non preveda un termine di durata, ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di centottanta giorni. Le disposizioni di questo articolo non si applicano ai patti strumentali ad accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo.

5 Sbisà G. "Dei patti parasociali". Art. 2341-*bis* c.c., in Galgano F., Zanelli P., Sbisà G. (a cura di) "Società per azioni", Bologna, 2006, p. 210-212; Fontana F. "I patti parasociali", in Bortoluzzi A. (a cura di) "La riforma delle società. Aspetti applicativi", Torino, 2004, p. 678.

6 Per una panoramica si veda Sbisà G., *sub* art. 2341-*bis*, cit.

7 Sbisà G. "La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario", *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, p. 486.

8 Divizia P. "Patto di opzioni put and call", *Notariato*, 2017, p. 343 ss. Si veda anche Divizia P., Olivieri P. "Disciplina ed effetti dei patti parasociali", in *questa Rivista*, 2, 2016.

- **patto parasociale non codificato e con finalità tipizzata:** ossia un patto non espressamente richiamato dall'art. 2341-*bis* c.c. la cui finalità, però, sia tra quelle elencate dalla norma stessa; il riferimento è alla prima parte del comma 1, ove sono indicate le finalità di stabilizzazione degli assetti proprietari e della *governance* (es. il patto di gestione, o c.d. *management agreements*); in questi casi, non sarebbe applicabile il limite quinquennale, ma il patto sarebbe soggetto alla valutazione di meritevolezza da parte dell'interprete;
- **patto parasociale non codificato e con finalità non tipizzata:** ossia un patto parasociale che in alcun modo rientri, né per le finalità perseguite, né per l'espressa previsione legislativa, tra le fattispecie dell'art. 2341-*bis* c.c. (es. clausole per la soluzione dello stallo decisionale c.d. *dead lock*); in questo caso al patto non sarebbe applicabile la norma in esame, fermo il limite della meritevolezza del patto.

Lo stesso autore, però, conferma che la complessità dell'impiego operativo delle opzioni *call* e *put* denuncia, comunque, i limiti della classificazione proposta⁹, poiché di fatto le opzioni *call* e *put* possono rientrare ora in una, ora nell'altra categoria, secondo le concrete finalità perseguite.

In sostanza, le opzioni possono essere utilizzate sia per la stabilizzazione degli assetti proprietari, sia per risolvere uno stallo, sia per assicurare un'influenza dominante sulla società, ma anche per prevenire un inadempimento, o evitare una lite tra i soci.

Appare, dunque, necessario analizzare le singole fattispecie per chiarirne finalità e funzioni.

IL PATTO DI OPZIONE *CALL*

Come accennato, mediante il patto di opzione *call*, il concedente, titolare delle parteci-

pazioni, **concede all'opzionario il diritto di acquistare** tali partecipazioni.

Il concedente, quindi, è irrevocabilmente obbligato a vendere, mentre l'opzionario ottiene un diritto potestativo che consiste nella facoltà di scegliere se acquistare o meno le partecipazioni.

In concreto, lo scopo perseguito con l'opzione *call* è di permettere al socio beneficiario dell'opzione di **incrementare la partecipazione** e, conseguentemente, il proprio peso nell'ambito del capitale sociale.

Per esempio, un soggetto investitore acquista una partecipazione minoritaria in una società ma vuole riservarsi il diritto di aumentare tale partecipazione, al verificarsi di determinati eventi, acquistando partecipazioni dagli altri soci, fino a raggiungere la maggioranza (o la totalità) del capitale sociale.

L'investitore, quindi, oltre al contratto di compravendita delle partecipazioni, stipula con gli altri soci un'opzione *call*. Tecnicamente, l'opzione può essere contenuta nel contratto preliminare di cessione delle partecipazioni o in un apposito patto.

Tale previsione, quindi, potrebbe astrattamente rientrare nella categoria dei patti parasociali volti a **garantire il controllo della società** di cui all'art. 2341-*bis* comma 1 lett. c), ossia quei patti che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulla società.

Un altro scopo perseguibile con l'opzione *call* è il c.d. ***squeeze out***, ossia attraverso la conclusione e il successivo esercizio di tali opzioni, il socio di maggioranza ha la possibilità di "*spingere fuori*" dalla compagine sociale i soci di minoranza, acquistandone le partecipazioni.

Una tale previsione è chiaramente volta a modificare gli assetti proprietari e, quindi, sembra rientrare nella terza fattispecie classificatoria sopra ricordata e, quindi, sfuggire alla disciplina dell'art. 2341-*bis* c.c.

⁹ Divizia P. "Patto di opzioni put and call", cit., p. 345.



Un ulteriore esempio assai diffuso è il **patto di trascinamento**, c.d. *drag-along* (o, con minime differenze, *bring-along*), con cui il socio di maggioranza, che intende alienare la propria quota partecipativa, si riserva il diritto di poter negoziare con i terzi acquirenti la vendita dell'intero (o di una parte del) capitale sociale, ivi comprese le partecipazioni di minoranza, alle medesime condizioni economiche.

In particolare, la clausola di trascinamento risponde all'esigenza di consentire al socio di maggioranza di disporre, in caso di cessione della propria partecipazione, dell'intero pacchetto azionario, così rendendo più facilmente attuabile il passaggio del controllo della società, non più limitato dalla presenza di partecipazioni (e poteri) di minoranza¹⁰.

In sostanza, il socio di maggioranza che intende alienare le proprie partecipazioni ha il diritto potestativo di "trascinare" nella vendita anche le partecipazioni degli altri soci. Di contro, i soci di minoranza, in caso di esercizio di tale diritto, hanno un corrispondente obbligo di vendere. In tal senso, tale clausola è configurabile come **un'opzione call a favore di un terzo beneficiario** sulla partecipazione di minoranza, **sospensivamente condizionata** all'offerta di acquisto dell'intero capitale sociale da parte del terzo e al mancato esercizio del diritto di prelazione sulla quota di maggioranza da parte del socio di minoranza¹¹.

Ai fini della validità della clausola, però, è ne-

cessario che il prezzo di cessione offerto dal promittente acquirente non sia inferiore al valore che spetterebbe al socio per il caso di recesso ai sensi dell'art. 2437-ter c.c.¹² o che siano previsti meccanismi che garantiscano un'equa valorizzazione della partecipazione¹³. La clausola *drag-along*, quindi, viene utilizzata per consentire, da un lato, al socio di maggioranza la possibilità di non perdere il maggior prezzo (c.d. premio) che il terzo acquirente è disposto a pagare per l'acquisto dell'intero capitale sociale e, dall'altro lato, per garantire al socio di minoranza la possibilità di scegliere tra l'esercizio del diritto di prelazione, acquistando le partecipazioni dal socio uscente, e l'uscita dalla compagine sociale, vendendo le proprie partecipazioni al socio entrante.

Da un punto di vista teleologico, poi, il patto di trascinamento, stante la natura di opzione *call*, appare volto a modificare e non a mantenere gli assetti societari e, pertanto, sembra astrattamente rientrare nella categoria del patto parasociale atipico escluso dall'applicazione dell'art. 2341-bis c.c.

Come anticipato, però, ciò che rileva è la causa in concreto. È, quindi, ipotizzabile un'opzione *call* che persegua la funzione di mantenimento o di ricostruzione degli assetti societari.

Per esempio, è frequente il ricorso a patti aventi per oggetto il **diritto di riacquisto** in cui l'opzione *call* viene utilizzata come strumento per reperire risorse finanziarie: il socio

10 Trib. Milano 25.3.2011, *Notariato*, 2011, p. 395.

11 Trib. Milano 31.3.2008, in *Sistema Integrato Eutekne e Società*, 2008, p. 1373, ha chiarito che la clausola statutaria di c.d. *drag-along* può essere ricostruita come una concessione da parte del socio di minoranza (promittente) al socio di maggioranza (stipulante) di un'opzione *call* a favore di terzo (beneficiario determinabile in ragione della disponibilità ad acquisire con proposta irrevocabile l'intero capitale) sulla partecipazione di minoranza, sospensivamente condizionata dal fatto che lo stipulante riceva un'offerta di acquisto dell'intero capitale sociale e che il promittente non intenda esercitare il diritto di prelazione sulla quota di maggioranza.

12 Trib. Milano 1.4.2008, *Giur. It.*, 2009, 2, p. 381, ha chiarito che la clausola statutaria secondo la quale, di fronte a un offerente disposto ad acquistare l'intero capitale azionario, il socio di maggioranza può obbligare quelli di minoranza a trasferire le proprie azioni allo stesso prezzo unitario pattuito per la partecipazione di controllo, è nulla se non garantisce che la vendita si concluda a un prezzo equo come è quello che la legge impone in caso di recesso o di riscatto di azioni, poiché altrimenti tale clausola, diretta a facilitare lo smobilizzo della partecipazione di maggioranza, rischia di attribuire al socio maggioritario un potere discrezionale di estromissione degli altri soci, alla cui tutela non è sufficiente il diritto, conferito dallo statuto ai medesimi, di esercitare la prelazione nell'acquisto a identiche condizioni della stessa partecipazione di maggioranza.

13 Trib. Milano 22.12.2014, in *Sistema Integrato Eutekne e Società*, 2015, p. 366.

di maggioranza vende le proprie partecipazioni (o parte di esse), riservandosi la possibilità di riacquistarle entro un certo termine. Il prezzo incassato viene destinato a coprire le occorrenze finanziarie immediate e, una volta cessata l'esigenza, il socio (o ex socio) potrà riacquistare le proprie partecipazioni esercitando l'opzione *call*.

Si tratta, in sostanza, di una sorta di patto di riscatto ex art. 1500 c.c. in ambito societario. Secondo un orientamento minoritario, ma assai suggestivo, l'esercizio del riscatto sarebbe un atto meramente negoziale con la conseguenza che non si tratterebbe di un negozio condizionato (come sostiene l'opinione maggioritaria), ma un'opzione di rivendita della cosa al venditore¹⁴.

Secondo l'orientamento prevalente e la Giurisprudenza, però, mentre il patto di riscatto prevede una vicenda risolutiva degli effetti reali della vendita già maturati, nella forma di una condizione¹⁵, il patto di opzione spiega una efficacia meramente obbligatoria e, come noto, assolve solo a una funzione preparatoria rispetto al successivo negozio traslativo. Inoltre, mentre nel patto di riscatto il prezzo di riacquisto è, per espressa previsione normativa, identico al prezzo di vendita, in ambito societario tale identità è di norma esclusa, poiché la determinazione del prezzo avviene al momento del riacquisto, con ciò includendo un'alea tipica dell'opzione *call*, per con-

tro, del tutto assente nel patto di riscatto¹⁶. In questa ottica, quindi, il patto di riacquisto di partecipazioni societarie, realizzato con il meccanismo dell'opzione *call*, non è qualificabile come patto di riscatto ex art. 1500 c.c., mentre potrebbe rientrare nella fattispecie dei patti parasociali volti a mantenere gli assetti proprietari, con ciò rendendo applicabile al caso concreto la disciplina dell'art. 2341-bis c.c.

Negli statuti di società, poi, è frequente trovare la **c.d. clausola di riscatto**, ossia quella disposizione con cui viene previsto che al venire meno (o al verificarsi di) determinate condizioni in capo a uno dei soci, la società e/o i soci, o un terzo, hanno diritto di acquistare una parte o l'intera partecipazione di cui il medesimo è titolare.

Di regola, la funzione della clausola è di rafforzare l'obbligo connesso alle partecipazioni con prestazioni accessorie, o collegare il possesso delle partecipazioni con una particolare posizione del socio, o di controllare la composizione della compagine sociale.

Una clausola riconducibile a tale tipologia è quella che attribuisce ai soci superstiti, in caso di premorienza di uno di essi, il diritto di riscattare le azioni dagli **eredi**, entro un determinato termine, e a un valore determinabile in base a particolari criteri stabiliti nello Statuto.

La Giurisprudenza ammette la validità di tali clausole ritenendo che non integrino una violazione del divieto di patti successori¹⁷.

14 Gabrielli G. "Il rapporto giuridico preparatorio", Milano, 1974, p. 325.

15 In particolare, la vendita con patto di riscatto sarebbe un negozio subordinato a condizione risolutiva potestativa, nella specie una condizione potestativa semplice. Tra i molti, si veda Rescigno P. "Condizione" (diritto vigente), *Enc. Diritto*, VIII, Milano, 1961, p. 784. In Giurisprudenza, da ultimo, si veda Cass. 30.3.2016 n. 6144, in *Sistema Integrato Eutekne e Notariato*, 2016, p.239, secondo cui il riscatto convenzionale è patto accessorio di una vendita conclusa sotto condizione risolutiva potestativa, nel cui contesto la condizione consiste nella manifestazione di volontà del venditore, assunta come fatto condizionante, dalla quale dipende il venire meno dell'efficacia reale della vendita.

16 Cass. 30.10.2018 n. 27444, in *Sistema Integrato Eutekne*, ha chiarito che in materia societaria, la vendita di una quota di partecipazione con opzione di riacquisto per un corrispettivo da quantificarsi secondo l'andamento della società al momento dell'adesione alla dichiarazione di offerta di riacquisto, diversamente dalla vendita con patto di riscatto, integra un contratto aleatorio in cui l'alea, che può colpire entrambe le parti, è insita nella variazione che il valore della partecipazione può subire entro il termine pattuito per l'esercizio del diritto di opzione. Nella specie, la Suprema Corte ha confermato la sentenza di merito che aveva ritenuto non integrante violazione dell'art. 1500 co. 2 c.c. il contratto con il quale un socio di una società fallita aveva ceduto la propria quota con opzione di riacquisto della partecipazione alla società tornata *in bonis*, da esercitarsi entro un certo termine e per un prezzo, determinabile entro un minimo e un massimo, da quantificarsi secondo l'andamento della società al momento dell'adesione alla dichiarazione di offerta di riacquisto.

17 Cfr. Cass. 16.4.1994 n. 3609, *Giur. comm.*, 1996, II, p. 217, secondo cui la clausola statutaria che attribuisce ai soci superstiti di una società di capitali, in caso di morte di uno di essi, il diritto di acquistare - entro un determinato periodo di tempo



In concreto, la clausola di riscatto di questo tipo attribuisce un diritto di opzione ai soci, che può essere esercitato solamente a seguito della morte del *de cuius*, senza escludere, però, il verificarsi della delazione ereditaria a favore degli eredi del socio defunto.

L'attribuzione del diritto di riscatto mediante tale clausola, dunque, assume le caratteristiche di un atto *inter vivos*, perché il diritto di opzione sorge al momento della stipula, anche se il suo esercizio è rinviato a un momento successivo, senza in alcun modo limitare la libertà testamentaria del socio: questi può liberamente designare il suo successore il quale, subentrando nella posizione giuridica del proprio dante causa, si troverà nella posizione del concedente dell'opzione.

Sempre nella prassi sono rinvenibili altre tipologie di clausole di questo tipo in relazione ai presupposti per l'esercizio del potere di riscatto. Per esempio, oltre al già ricordato caso del decesso del socio, vi è l'ipotesi dell'interruzione per qualsiasi causa dell'adempimento di prestazioni accessorie eventualmente collegate alle partecipazioni¹⁸, o il caso del superamento di un determinato limite al possesso delle partecipazioni o l'ipotesi di perdita di specifici requisiti soggettivi (es. l'iscrizione a un albo, una determinata cittadinanza, specifiche ca-

ratteristiche professionali o familiari ecc.). Un altro uso della clausola di riscatto è stato proposto dalla massima I.H.29 del Consiglio notarile del Triveneto¹⁹ secondo cui è possibile prevedere nello Statuto la riscattabilità delle partecipazioni del socio che non partecipi, nell'arco di un periodo di tempo significativo, ad alcuna attività assembleare.

Le clausole di riscatto sono disciplinate nella spa dall'art. 2437-*sexies* c.c., a norma del quale le disposizioni degli articoli relativi ai criteri di determinazione del valore delle azioni (artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c.) si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci. Resta salva, in tal caso, l'applicazione della disciplina dell'acquisto delle azioni proprie (artt. 2357 e 2357-*bis* c.c.).

In sostanza, in relazione al prezzo di riscatto, l'art. 2437-*sexies* c.c. richiama espressamente la disciplina dei criteri di determinazione del valore delle azioni per il caso del recesso (artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c.) "*in quanto compatibili*".

Pertanto, in ragione di tale compatibilità, si ritiene che lo Statuto possa prevedere criteri diversi o limitare il diritto di riscatto ai soli soci, escludendo la società, o viceversa²⁰.

e secondo un valore da determinarsi secondo criteri prestabiliti - dagli eredi del *de cuius* le azioni già appartenute a quest'ultimo e pervenute *iure successionis* agli eredi medesimi, non viola il divieto di atti successori di cui all'art. 458 c.c., in quanto il vincolo che ne deriva a carico reciprocamente dei soci è destinato a produrre effetti solo dopo il verificarsi della vicenda successoria e dopo il trasferimento (per legge o per testamento) delle azioni agli eredi, con la conseguenza che la morte di uno dei soci costituisce soltanto il momento a decorrere dal quale può essere esercitata l'opzione per l'acquisto suddetto, senza che ne risulti incisa la disciplina legale della delazione ereditaria o che si configurino gli estremi di un patto di consolidazione delle azioni fra soci, caratterizzandosi, invece, la clausola soltanto come atto *inter vivos*, non contrastante, in quanto tale, neanche con la norma dell'art. 2355 co. 3 c.c. che legittima disposizioni statutarie intese a sottoporre a particolari condizioni l'alienazione di azioni nominative.

18 App. Milano, 14.7.1982, *Giur. comm.*, 1983, II, p. 397, secondo cui è lecito l'inserimento nello statuto di una clausola idonea a garantire l'interesse sociale mediante l'esercizio della facoltà di riscatto delle azioni proprie da parte della società in presenza di situazioni specifiche, oggettive e predeterminate, ma è illegittima la clausola statutaria in cui si prevede la facoltà per la società di riacquistare le proprie azioni in caso di interruzione per qualsiasi causa della prestazione accessoria.

19 La massima recita: "1. Si ritiene legittima la clausola statutaria che preveda che le azioni siano riscattabili, dalla società o dagli altri soci, ai sensi dell'art. 2437-*sexies* c.c., qualora il socio titolare di tali azioni non partecipi, nell'arco di un periodo di tempo significativo, ad alcuna attività assembleare. 2. Nel rispetto del principio di parità di trattamento dei soci, la predetta clausola di riscattabilità può essere introdotta nello statuto, successivamente alla costituzione della società, con le maggioranze richieste per le modificazioni statutarie, purché l'operatività del riscatto si riferisca a comportamenti successivi alla data di introduzione della clausola stessa. 3. La clausola di riscattabilità, come sopra definita, può riguardare anche solo una parte delle azioni (integrando, in tal modo, una speciale categoria di azioni, per la quale dovranno applicarsi le relative norme e, eventualmente, i principi attinenti alla conversione forzata di azioni già in circolazione in azioni di diversa categoria)".

20 Paciello A., *sub art. 2437-*sexies**, in Niccolini G., Stagno d'Alcontres A. (a cura di), "Società di capitali", Napoli, 2004, p. 1145.

Tuttavia, tali criteri diversi non possono essere tali da attribuire alle partecipazioni oggetto di riscatto valori significativamente inferiori a quelli derivanti dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-ter c.c. in virtù dell'espresso richiamo fatto dall'art. 2437-sexies c.c. e tenuto conto di quanto previsto dall'art. 2437 comma 6 c.c., a norma del quale è nullo ogni patto volto a escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso.

IL PATTO DI OPZIONE PUT

Come anticipato, l'opzione *put* è un contratto con cui il titolare di partecipazioni societarie **acquista il diritto potestativo di vendere** tali partecipazioni a un terzo, entro un certo termine, o al verificarsi di un evento futuro, e per un prezzo determinato o determinabile. Rispetto all'opzione *call*, quindi, le posizioni delle parti sono capovolte: il titolare delle partecipazioni è l'opzionario, mentre il terzo acquirente è il concedente.

In altri termini, il concedente attribuisce all'opzionario un diritto di vendita, di modo che, se l'opzione viene esercitata, il concedente è irrevocabilmente obbligato ad acquistare le partecipazioni dell'opzionario.

Anche lo scopo dell'opzione *put* è diametralmente opposto a quello dell'opzione *call*.

Mentre, infatti, in questa ultima, la finalità perseguita è l'aumento della partecipazione al capitale sociale, nell'opzione *put*, lo scopo è la **dismissione della partecipazione**.

Con l'opzione *call* si mira a entrare in una compagine sociale o ad accrescere il peso della partecipazione. Con l'opzione *put* si mira a uscire dalla società o a ridurre il peso della partecipazione.

Stante la versatilità, già evidenziata, dell'op-

zione nel perseguire scopi e funzioni assai diverse in ambito societario e, soprattutto, parasociale, la sussunzione dell'opzione *put* nelle fattispecie disciplinate dall'art. 2341-bis c.c., quindi, appare complessa e da valutare in concreto.

L'uso più frequente dell'opzione *put* in ambito societario, infatti, avviene nelle c.d. **clausole di exit**, ossia in quei patti che consentono l'interruzione del rapporto sociale attraverso tecniche contrattuali²¹.

I casi tipici riguardano gli investimenti eseguiti da fondi di *private equity* o il caso della *joint venture* societaria, in cui si conviene il diritto di disinvestimento a vantaggio del socio finanziatore dopo un certo tempo e/o al verificarsi di determinati eventi, e a un prezzo spesso preconcertato²².

Sul punto, va chiarito che, come già visto in tema di opzione *call*, il criterio generale di valorizzazione delle partecipazioni è quello previsto per il caso del recesso del socio, ed è individuato dall'art. 2437-ter c.c. nel **valore di mercato delle partecipazioni** (c.d. *Fair Market Value*). La stessa norma, però, consente un certo agio nella scelta dei criteri per stabilire tale valore.

Pertanto, la quantificazione dello *strike price* al momento dell'esercizio dell'opzione può condurre a tre diversi esiti:

- il prezzo di mercato è sostanzialmente identico al prezzo di realizzo della vendita (c.d. *at the money*); in questo caso per l'opzionario il prezzo di realizzo è *fair*, ossia corrisponde al principio di equità che l'art. 2437-ter c.c. mira a raggiungere;
- il prezzo di mercato è inferiore al prezzo di esercizio convenzionalmente prefissato (c.d. *in the money*); per l'opzionario, in questo caso, il prezzo di realizzo è particolarmente vantaggioso, poiché riesce a lu-

21 Per un approfondimento, si veda Benussi A. "Considerazioni in ordine all'estromissione forzosa del socio nelle società di capitali", in Benazzo P., Cera M., Patriarca S. (a cura di) "Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze", Torino, 2011, p. 70 ss.

22 Si tratta di pattuizioni diffuse nella prassi, di norma previste nell'ambito di contratti di investimento stipulati con investitori istituzionali, volti a realizzare complesse operazioni di *private equity*, mediante le quali si riconosce al socio-finanziatore il diritto di uscita dalla compagine sociale mediante la cessione della propria partecipazione entro un certo termine e a un prezzo tale da garantire sia il rimborso del finanziamento sia una adeguata remunerazione.



crare sulla differenza tra prezzo di mercato e prezzo di esercizio dell'opzione;

- il prezzo di mercato è superiore al prezzo di esercizio convenzionalmente prefissato (c.d. *out of the money*); in questo caso, invece, per l'opzionario l'esercizio dell'opzione è svantaggioso, poiché realizza meno di quanto potrebbe se vendesse al prezzo di mercato.

Nella redazione della clausola, quindi, è sempre preferibile chiarire espressamente che le parti ne convengono l'aleatorietà, di modo che sia esclusa in radice la possibilità di invocare la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta. Quando il prezzo di realizzo, però, è determinato in modo tale da escludere del tutto il rischio d'impresa, la clausola può essere nulla per violazione del divieto di patto leonino.

IL PATTO D'OPZIONE *PUT* E IL DIVIETO DI PATTO LEONINO

L'art. 2265 c.c. stabilisce che è nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite. Benché sia dettata per le società di persone,

la norma è ritenuta applicabile a tutti i tipi societari (c.d. norma transtipica)²³.

Il divieto posto dal legislatore, però, può essere aggirato grazie alla conclusione di un'opzione di vendita in cui il prezzo delle partecipazioni sia tale da sterilizzare il risultato negativo o positivo della gestione della società.

Per stabilire, però, se un'opzione di vendita a prezzo predeterminato violi il divieto di patto leonino²⁴ è necessario, in primo luogo, chiarire quando tale patto si possa configurare.

Tradizionalmente, il divieto di patto leonino è stato interpretato in senso restrittivo, tale per cui qualsiasi patto che, anche indirettamente, avesse come effetto l'esclusione del socio dalle perdite (o dagli utili) era considerato **nullo**, ivi comprese le opzioni *put* a prezzo predeterminato. Infatti, secondo la Giurisprudenza, il patto leonino si realizza quando il socio risulti del tutto **pretermesso dalla partecipazione agli utili e/o alle perdite in modo assoluto e costante**²⁵.

In particolare, il presupposto della **assolutezza**, necessario perché si possa qualificare un patto come leonino, richiede che l'estromissione dai risultati della gestione sia totale e completa, nel senso che non deve sussistere

23 Cass. 4.7.2018 n. 17498, in *Sistema Integrato Eutekne*, con commento di Tassinari F. "La svolta copernicana della Cassazione in tema di divieto del patto leonino", in *questa Rivista*, 11, 2018, ha chiarito che l'art. 2265 c.c. è dettato in tema di società semplice e si collega alla particolare situazione delle società personali in cui ogni socio di regola gestisce la società e risponde in via illimitata e personale delle obbligazioni dell'ente. Nondimeno, il Collegio condivide l'orientamento maggioritario, il quale reputa l'art. 2265 c.c. una norma transtipica. Se la *societas* è l'unione di più patrimoni, al fine del raggiungimento dello scopo comune di suddividere i risultati dell'intrapresa economica, si pone in contrasto con questa causa tipica l'esclusione di uno o più soci da quei risultati. Il conferimento di capitale non collegato allo scopo di cooperare all'attività economica cui è volta l'impresa societaria condividendone gli esiti, pur se eventualmente ad altri fini, è stigmatizzato dal legislatore con la comminatoria della nullità per il patto che abbia un simile risultato, in via diretta (art. 1418 c.c.) o indiretta (art. 1344 c.c.). Ciò equivale a sostenere che il legislatore ha ammesso unicamente il contratto tipico di società al cui modello causale i soci non possono apportare deroghe idonee a snaturarne la funzione di contratto associativo. La *ratio* del divieto del patto leonino risiede nel preservare la purezza della *causa societatis*.

24 Sul tema si veda anche de Giovanni G., Casarosa M. "Contratti di opzione di acquisto o cessione di partecipazioni: rapporti tra *put & call* e divieto del patto leonino", *La gestione straordinaria delle imprese*, 5, 2013.

25 Per tutte, Cass. 29.10.1994 n. 8927, in *Sistema Integrato Eutekne*, secondo cui il divieto del c.d. patto leonino posto dall'art. 2265 c.c. (estensibile a tutti i tipi sociali, attenendo alle condizioni essenziali del tipo "contratto di società") presuppone una situazione statutaria, costitutiva dei diritti e degli obblighi di uno o più soci nei confronti della società ed integrativa della loro posizione nella compagine sociale, caratterizzata dalla esclusione totale e costante di uno o di alcuni soci dalla partecipazione al rischio di imprese e dagli utili, ovvero da entrambe. Pertanto, esulano dal divieto le pattuizioni regolanti la partecipazione alle perdite e agli utili in misura difforme dall'entità della partecipazione sociale del singolo socio, sia che si esprimano in una misura di partecipazione difforme da quella inerente ai poteri amministrativi (situazione di rischio attenuato), sia che condizionino in alternativa la partecipazione, o la non partecipazione, agli utili o alle perdite al verificarsi di determinati eventi giuridicamente rilevanti. Peraltro, il divieto di esclusione dalla partecipazione agli utili o alle perdite deve essere riguardato in senso sostanziale, e non formale, per cui esso sussiste anche quando le condizioni della partecipazione agli utili o alle perdite siano, nella previsione originaria delle parti, di realizzo impossibile, e nella concretezza determinino una effettiva esclusione totale da dette partecipazioni.

alcuna possibilità che il socio sopporti le perdite e/o partecipi agli utili²⁶. Sul punto, però, va chiarito che la presenza di un'opzione che preveda un prezzo di vendita della partecipazione tale da eliminare del tutto gli effetti dei risultati della gestione in capo all'opzionario, non è di per sé sufficiente a integrare il requisito della assolutezza.

Infatti, è necessario valutare anche se il pagamento di tale prezzo sia certo, ossia va verificato se sussistono elementi aleatori che lasciano esposto l'opzionario al rischio di impresa. In particolare, non sembra integrare un patto leonino l'opzione *put* il cui esercizio sia subordinato al verificarsi di eventi futuri e incerti oggettivi, il cui accadimento è sottratto al controllo del socio²⁷.

Per contro, l'opzione *put* che realizza un diritto potestativo del socio il quale, con il suo esercizio, può unilateralmente sottrarsi alle perdite, con ciò eludendo del tutto l'alea insita nella partecipazione a un'impresa, non può considerarsi meritevole di tutela, per gli evidenti abusi che una tale clausola potrebbe ingene-

rare²⁸. Si pensi all'opzionario che deliberatamente faccia intraprendere affari rischiosissimi alla società, sapendo di poterne sempre uscire indenne in qualunque momento²⁹. Sussiste, invece, il requisito della **costanza**, quando l'esclusione dagli utili e/o dalle perdite è ragguagliata al periodo di partecipazione del socio³⁰.

In particolare, tale requisito deve considerarsi integrato quando la sterilizzazione del rischio pianificata con l'opzione *put* si estenda a tutte le perdite prodotte nel periodo in cui l'opzionario intende permanere nella compagine sociale. Per contro, la "costanza" non si verifica quando la sterilizzazione del rischio è solo temporanea o limitata ai risultati della gestione in un dato periodo³¹.

Assolutezza e costanza, quindi, sono requisiti complementari: mentre la prima impone che si verifichi il concreto azzeramento del rischio di impresa da un punto di vista quantitativo, la seconda, invece, esclude il patto leonino quando la sterilizzazione del rischio sia temporaneamente circoscritta³².

26 Presciani C. "Opzione di vendita delle partecipazioni sociali e divieto di patto leonino", *Riv. dir. civ.*, 2020, p. 1158.

27 Trib. Milano 6.8.2015 n. 9301, in *Sistema Integrato Eutekne*, ha chiarito che un'opzione di vendita pur avendo l'effetto di escludere il socio cui essa sia attribuita dalla necessaria partecipazione a guadagni o perdite, non si pone in contrasto con il divieto del patto leonino qualora tenda a realizzare interessi della società meritevoli di tutela e ne sia circoscritto nel tempo il possibile esercizio. Si veda anche Trib. Milano 30.12.2011 n. 15833, *ivi*, con nota di Meoli M. "Patto leonino anche nel trasferimento di azioni", *Il Quotidiano del Commercialista*, www.eutekne.info, 16.3.2012, secondo cui il patto parasociale che prevede, in capo a un socio, un'opzione *put* su azioni a un prezzo prestabilito, pari al prezzo originariamente corrisposto dal socio in favore del quale l'opzione è prevista, esclude tale socio dalla possibilità di partecipare alle perdite, pertanto, salvo il caso che il patto d'opzione risulti funzionale ad un interesse meritevole di tutela, comunque connesso al buon esito dell'andamento dell'impresa sociale, è nullo in quanto in contrasto con il divieto di patto leonino di cui all'art. 2265 c.c.

28 App. Milano 19.2.2016 n. 636, in *Sistema Integrato Eutekne*, con nota di Meoli M. "Anche l'opzione di vendita parasociale non deve presentare effetti «leonini»", *Il Quotidiano del Commercialista*, www.eutekne.info, 26.4.2016, ha stabilito che nelle operazioni di finanziamento delle società, l'accordo dei soci esterno al contratto societario dal quale scaturisca, in concreto, un'esclusione costante e assoluta dall'alea tipica dell'investimento finanziario va valutato quale tentativo di eludere il divieto del patto leonino e, pertanto, non autonomamente meritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c.

29 La *ratio* che informa il divieto del patto leonino consiste nel preservare la *causa societatis*. Infatti, consentire che un socio sia escluso dagli utili o dalle perdite contrasta con l'interesse generale alla corretta amministrazione della società, inducendo il socio a disinteressarsi della gestione, avendo comunque assicurato il guadagno o restando esonerato da ogni possibile perdita. Per un approfondimento, si veda Regoli D. "L'organizzazione delle società di persone", in AA.VV. "Diritto delle società. Manuale breve", Milano, 2008, p. 48; Cottino G., Sarale M., Weigmann R. "Società di persone e consorzi", in Cottino (diretto da) "Trattato di diritto commerciale", III, Padova, 2004, p. 111; Ferrara F. jr., Corsi F. "Gli imprenditori e le società", Milano, 2001, p. 260.

30 Cass. n. 8927/94, cit.

31 Trib. Milano 18.10.2017 n. 10426, in *Sistema Integrato Eutekne*, ha chiarito che il presupposto della costanza è assente qualora il patto non escluda anche il rischio che, in pendenza del termine per l'esercizio dell'opzione, le eventuali perdite erodano integralmente il capitale sociale ponendo il titolare dell'opzione davanti alla scelta di investire nuovamente ovvero di vedere azzerata la partecipazione oggetto del diritto di vendita.

32 Trib. Verona 26.5.2014, in *Sistema Integrato Eutekne*, ha chiarito che il patto leonino può considerarsi nullo ex art. 2265 c.c. in presenza di due condizioni rappresentate dalla esclusione del socio, in via alternativa, da "ogni" partecipazione agli utili o alle perdite (ed a maggior ragione quando venga escluso da entrambe le forme di partecipazione indicate), a dalla



Più recentemente, però, la Giurisprudenza ha parzialmente mutato il proprio orientamento, ammettendo in via generale la **validità alle operazioni partecipative a scopo di finanziamento**, già ricordate nei paragrafi precedenti.

In particolare, la Suprema Corte ha chiarito che è lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di una società azionaria, con il quale l'uno, in occasione del finanziamento partecipativo così operato, si obblighi a manlevare l'altro dalle eventuali conseguenze negative del conferimento effettuato in società, mediante l'attribuzione del diritto di vendita entro un termine dato e il corrispondente obbligo di acquisto della partecipazione sociale a prezzo predeterminato, pari a quello dell'acquisto, pur con l'aggiunta di interessi sull'importo dovuto e del rimborso dei versamenti operati nelle more in favore della società³³.

L'orientamento della Cassazione, però, non trova sempre pieno riscontro dalle corti territoriali.

Secondo una recente pronuncia di merito, infatti, la valutazione della meritevolezza della causa delle clausole attributive del diritto di opzione *put* per la vendita a un altro socio di una partecipazione sociale in una società di capitali, a condizioni tali da assicurare sia l'immunità del titolare di tale diritto dalle perdite sia un determinato rendimento, deve essere fatta in concreto. In particolare, deve essere verificato che non si determini un'alterazione

della causa del contratto di società o un'esclusione assoluta del socio dalle perdite³⁴. Nel caso concreto, è stata dichiarata la nullità della opzione *put* tenendo conto (i) del fatto che il socio titolare del diritto disponeva di diritti di opposizione a operazioni potenzialmente dilutive sia della propria quota sia della partecipazione alla gestione della società, (ii) della mancata ricapitalizzazione della società e (iii) del fatto che il socio titolare del diritto di opzione *put* lo aveva esercitato dopo che la società partecipata era diventata insolvente.

In sostanza, secondo questa pronuncia della Corte d'Appello di Milano, il patto leonino ricorrerebbe anche qualora, in caso di azzeramento del capitale della società, il socio potesse obbligare gli altri soci a ricomprare le partecipazioni sociali all'originario prezzo di acquisto, aumentato di un certo rendimento, malgrado il sopraggiunto azzeramento del valore delle partecipazioni stesse.

Sempre secondo il foro meneghino, poi, è nulla per frode al divieto di patto leonino l'opzione di vendita di partecipazione sociale a prezzo predefinito contenuta in un patto parasociale mediante la quale il socio beneficiario, oltre a poter partecipare alla gestione dell'impresa sociale, si assicuri il disinvestimento a un corrispettivo superiore a tutte le somme sino a quel momento versate alla società. La *ratio* dell'art. 2265 c.c., infatti, è connessa alla struttura causale del contratto sociale e la sua violazione è colpita da nullità quanto il patto

inclusione del patto, in via di normalità, nel contratto sociale, sicché risulti caratterizzato dalla natura costante e totale della esclusione della partecipazione del socio dagli utili e/o dalle perdite; difettano entrambi i predetti requisiti nel caso di opzione *put* non contenuta né nello statuto della società né in un patto parasociale, ma in un contratto di compravendita nel quale il patto di opzione configuri modalità di corresponsione del prezzo e risulti funzionale all'interesse della società all'acquisto dello specifico oggetto dedotto in contratto, in conformità al disposto dell'art. 1322 c.c.

33 Cass. n. 17498/2018, cit. Cass. 4.7.2018 n. 17500, in *Sistema Integrato Eutekne*. Conformi Cass. 7.10.2021 n. 27227, *ivi*, con commento di Meoli M. "Opzioni put e call anche nei patti parasociali", *Il Quotidiano del Commercialista*, www.eutekne.info, 8.10.2021 e Cass. 21.10.2020 n. 22960, *Società*, 2020, p. 1415. Per un approfondimento dottrinale, si veda Spolidoro M.S. "Opzioni put e divieto dei patti leonini - ancora una volta a caccia con i leoni. Note critiche sulla recente giurisprudenza di merito su opzioni put e divieto dei patti leonini", *Giur. It.*, 2021, p. 624 ss.

34 App. Milano 13.2.2020, in *Sistema Integrato Eutekne*, secondo cui integra una violazione del divieto del patto leonino di cui all'art. 2265 c.c. l'accordo di investimento e patto parasociale che cela una forma di finanziamento assistito da vincolo sulle partecipazioni sociali, elusivo della *causa societatis*, perché idoneo a escludere il socio in modo assoluto e costante da ogni forma di perdita del capitale sociale, consentendosi al creditore-socio che ha finanziato la società il potere di riscuotere comunque il proprio credito, retrocedendo la partecipazione acquistata.

dia un risultato "leonino" sia in via diretta (art. 1418 c.c.) sia in via indiretta (art. 1344 c.c.)³⁵. La violazione del patto leonino, quindi, non sembra dipendere tanto dalla conformazione del patto in sé, quanto dal suo **risultato concreto**³⁶. Da un punto di vista operativo, quindi, nel redigere l'opzione *put*, è opportuno prevedere un limite temporale per il relativo esercizio (non generico né corrispondente alla durata della società), e la predeterminazione di un prezzo congruo, tale per cui non si realizzi l'assoluta esclusione della partecipazione alle perdite. Per questi motivi, peraltro, come si dirà nel prossimo paragrafo, la subordinazione dell'attivazione della clausola "russian roulette" a determinati eventi, tipicamente lo stallo decisionale, impedisce di ricadere nel divieto del patto leonino dal momento che non è determinata alcuna esclusione totale e costante dalla partecipazione agli utili o alle perdite³⁷.

PATTO DI OPZIONE *PUT* NELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO

Come anticipato, il patto di opzione *put* viene, in particolare, utilizzato nell'ambito di operazioni di finanziamento in cui un soggetto entra nella compagine sociale, perseguendo un interesse finanziario e, si riserva il diritto di vendere la propria partecipazione a un prezzo

tale da limitare o escludere del tutto il rischio dell'investimento³⁸.

Dall'analisi svolta nei paragrafi precedenti, però, è emerso come non vi sia, di fatto, un paradigma interpretativo univoco in grado di stabilire *ex ante* se un'opzione *put* a prezzo preconcertato violi il divieto di patto leonino, senza tenere conto del risultato pratico che le parti perseguono³⁹.

Nella prassi, però, il ricorso al meccanismo della temporanea partecipazione al capitale sociale a scopo di finanziamento è molto diffuso grazie ai **fondi di private equity** che, per definizione, perseguono il fine di compiere investimenti attraverso l'acquisizione di partecipazioni di una determinata società (c.d. *target*) e di mantenerle in portafoglio per un certo lasso temporale, per poi cederle al fine di remunerare i propri soci, che hanno finanziato l'acquisizione⁴⁰.

In sostanza, l'acquisto di partecipazioni (che può avvenire anche con operazioni di aumento di capitale) è funzionale per concedere finanziamenti tramite *equity* e per ricavare profitti nel medio termine, sia dai dividendi redistribuiti ai partecipanti del fondo, sia dalla rivendita a prezzo maggiorato delle partecipazioni.

Spesso, queste operazioni sono accompagnate dall'apporto di *know-how*, sotto forma di nomina di dirigenti del fondo nel Consiglio di Amministrazione della società *target*, quali l'Amministratore Delegato e il Direttore Fi-

35 Trib. Milano 23.7.2020 n. 4628, in *Sistema Integrato Eutekne e Foro It.*, 2021, 3, 1, p. 1093. La sentenza, peraltro, chiarisce che esclusione dalle perdite del socio di società di capitali significa che, per statuto o patto parasociale, il socio è in grado, mantenendo la stessa partecipazione, di scaricare sugli altri soci il costo delle perdite di esercizio che intaccano almeno di un terzo il capitale sociale.

36 Spolidoro M.S. "Opzioni *put* e divieto dei patti leonini - ancora una volta a caccia con i leoni. Note critiche sulla recente giurisprudenza di merito su opzioni *put* e divieto dei patti leonini", cit., p. 635.

37 App. Roma 13.2.2020, *Società*, 2020, p. 766.

38 Trib. Milano 23.3.2017, *Società*, 2018, p. 111, ha stabilito che il presupposto per la configurabilità quale patto leonino di operazioni nelle quali l'ingresso nel capitale sociale si accompagna a opzioni *put* a prezzo predeterminato a favore dell'investitore, così "garantito" rispetto a qualsiasi andamento della società e, dunque, esonerato dal sopportarne le perdite assumendo il ruolo di mero finanziatore pur se "vestito" da socio, è il carattere assoluto e costante dall'esclusione dalle perdite o dagli utili (in particolare, è stato ritenuto difettare il carattere dell'assolutezza in un caso di opzione *put* avente a oggetto la partecipazione detenuta al momento dell'esercizio della medesima opzione, poiché siffatto diritto non sarebbe stato idoneo a tenere il ruolo di mero finanziatore indenne da perdite che avessero determinato la perdita del capitale sociale e la necessità di sua ricostituzione, verificatesi nell'intervallo temporale tra il momento dell'investimento e il momento dell'esercizio dell'opzione).

39 Per tutti, Spolidoro M.S. "Opzione *put* e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite", *Società*, 2020, p. 1360 ss.

40 Giampieri A. "Partecipazione azionaria temporanea, *put* a prezzo preconcertato del diritto di exit", *Contr. impr.*, 2019, p. 297; Mazza G.A. "Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital", Milano, 2017, p. 224.



nanziario, così da incrementare ricavi, profitti e, in definitiva, il valore delle partecipazioni. L'uscita dalla compagine sociale, ossia il disinvestimento del fondo di *private equity*, avviene di norma mediante un'opzione di vendita a prezzo predeterminato.

Poiché, però, il socio finanziario persegue un interesse latamente diverso dal socio industriale, deve essere accertato se, nel più ampio progetto di acquisizione, ricorrano i requisiti di absolutezza e costanza fissati dalla Giurisprudenza in relazione al divieto di patto leonino e se lo scopo perseguito sia l'esclusione del rischio di impresa del finanziatore. In particolare, l'interesse del socio finanziatore può essere il più vario: dalla mera acquisizione della società *target*, al sostegno a una promettente *start up*, dalla ristrutturazione del debito e successivo risanamento, all'incremento del capitale propedeutico all'accesso a un mercato regolamentato⁴¹.

La tecnica contrattuale utilizzata, quindi, ancorché sostanzialmente omogenea (opzione *put* a prezzo predeterminato), richiede di volta in volta una "regolazione fine" specifica, avendo sempre a mente il concreto interesse perseguito e le finalità che il progetto complessivo intende raggiungere in termini di obiettivi patrimoniali e finanziari.

Come già chiarito nei paragrafi che precedono, il divieto di patto leonino, oltre a essere applicabile alle società di capitali è punito dal legislatore con la sanzione della nullità ove persegua un simile risultato in via diretta (art. 1418 c.c.) o indiretta (art. 1344 c.c.)⁴².

Entro questi limiti, quindi, è possibile individuare alcuni casi in cui il meccanismo dell'opzione *put* a prezzo predeterminato possa sfuggire al divieto di patto leonino.

È il caso, per esempio dell'**opzione esercitabile a decorrere da un certo termine** (c.d.

opzione europea) o **subordinata a condizione sospensiva**.

Il termine per l'esercizio dell'opzione di vendita, infatti, è spesso legato al decorso di un termine o al verificarsi di specifici eventi (es. la durata del *business plan* dell'investimento; la durata del fondo; il raggiungimento di un obiettivo ecc.).

In sostanza, le parti concordano *ex ante*, fin dal momento dell'acquisto della partecipazione, che la permanenza nella compagine sociale è temporanea e che la parte concedente assume l'obbligo di soddisfare l'esigenza di dismissione della partecipazione da parte dell'opzionario finanziario.

Parimenti, se l'esercizio dell'opzione *put* è subordinato al verificarsi di un evento futuro e incerto (es. il raggiungimento di specifici obiettivi), l'opzionario finanziario assume sia il rischio dell'andamento della società in pendenza della condizione, sia il rischio che la condizione non si avveri affatto.

In altri termini, in questi casi, ove i termini e le condizioni non siano meramente simbolici, ma siano fondati su una causa concreta, non vi è alcuna sterilizzazione del risultato della gestione della società, con conseguente possibile esclusione della rilevanza del divieto di patto leonino.

Un altro caso è l'**opzione di vendita con prezzo determinabile al valore di mercato**.

Come già accennato, infatti, il prezzo di vendita delle partecipazioni può essere preconcertato in vari modi. Per esempio, può essere individuato quale può essere un importo corrispondente al tasso interno di rendimento (IRR) previsto dall'investitore, o più semplicemente un importo fisso, o ancora l'importo dell'investimento iniziale maggiorato di un certo tasso, oppure il maggiore importo tra il *fair market value* a una certa data e quanto

41 Per alcuni esempi, si vedano Gambino A. "Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa", *Giur. comm.*, 2002, p. 641; Santagata R. "Partecipazioni in Srl a scopo di finanziamento e divieto di patto leonino", *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, p. 753; Presciani C., cit.; Passador M.L. "Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo", *Giur. comm.*, 2019, p. 285; Busani A. "È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio", *Società*, 2019, p. 19.

42 Cass. n. 17498/2018 cit.; Trib. Milano 23.7.2020, cit.

pagato per l'acquisto maggiorato di un certo rendimento.

In sostanza, le parti possono convenire al momento della conclusione del patto di opzione i criteri per determinare il corrispettivo dovuto al socio finanziario.

Sul punto, si rileva che qualora venga utilizzato, come criterio, il valore di mercato della partecipazione, sussiste sempre il concreto interesse del socio finanziario al proficuo andamento della società e, quindi, all'incremento di valore della partecipazione.

In tal modo, l'opzionario finanziatore avrebbe sempre un interesse alla corretta gestione della società con ciò escludendo, in linea di principio, l'evenienza del patto leonino.

Tra le varie ipotesi, poi, si può ricordare **l'opzione put nell'ambito di un'operazione più complessa o come rimedio solutorio.**

Ai fini della valutazione della meritevolezza, infatti, giova che l'operazione finanziaria, nel suo complesso, denoti un più ampio disegno negoziale, per esempio, con la concessione all'opzionario di diritti in relazione alla gestione della società, o con la predisposizione condivisa di un piano strategico o con la previsione di dismissione congiunta dell'intero capitale sociale al fine di una maggiore valorizzazione della società (covendita).

Parimenti, l'uscita dalla compagine a mezzo di un'opzione *put* può verificarsi per la necessità di risolvere uno stallo decisionale (sul quale si tornerà nei prossimi paragrafi), oppure a causa del mutamento nella compagine sociale o nella *governance* dell'altro socio (c.d. *change of control clause*).

In ugual modo, quando la funzione dell'opzione *put* mira a garantire all'opzionario la possibilità di uscire dalla compagine a fronte di un insanabile dissidio gestionale, l'esercizio dell'opzione non dipende da mere finali-

tà finanziarie e non è rappresentativo di un disinteresse dell'opzionario rispetto all'utile andamento della società.

L'opzione *put* quale strategia di uscita del socio finanziario, in particolare, è utilizzata anche nelle situazioni in cui, in seguito a eventi non previsti dalle parti, muti sostanzialmente l'equilibrio economico della società e la permanenza nella compagine sociale diventi eccessivamente onerosa per una di esse (c.d. *hardship clause*). In questo caso, la funzione dell'opzione *put* è la minimizzazione della perdita, ma non la totale esclusione dalla partecipazione all'andamento della gestione. In questi casi, quindi, la riallocazione delle partecipazioni come strategia di uscita dalla compagine sociale non è svincolata dalla proficua gestione della società o è subordinata al verificarsi di eventi estranei alla sfera dell'opzionario. Pertanto, non sembrano ravvisarsi i presupposti di assolutezza e costanza delineati dalla Giurisprudenza, né la sterilizzazione del rischio in capo al socio finanziario, né il disinteresse verso la gestione della società. Per contro, l'interesse dell'opzionario finanziario appare del tutto equiparabile a quello del socio industriale.

Dalla breve casistica analizzata, nonostante la Suprema Corte abbia sancito la meritevolezza del finanziamento delle società con operazioni di investimento in partecipazioni e la natura mista del finanziamento partecipativo⁴³, emerge che l'acquisizione di una partecipazione del tutto svincolata da ogni interesse sociale, accompagnata da un diritto di uscita *ad nutum* con sostanziale manleva dell'opzionario da qualsiasi perdita e garanzia di un certo rendimento, sterilizzando del tutto il rischio d'impresa, solleva consistenti dubbi in ordine alla possibile violazione indiretta del precetto di cui all'art. 2265 c.c.

43 Ossia che è lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di una società azionaria, con il quale l'uno, in occasione del finanziamento partecipativo così operato, si obblighi a manlevare l'altro dalle eventuali conseguenze negative del conferimento effettuato in società, mediante l'attribuzione del diritto di vendita entro un termine dato e il corrispondente obbligo di acquisto della partecipazione sociale a prezzo predeterminato, pari a quello dell'acquisto, pur con l'aggiunta di interessi sull'importo dovuto e del rimborso dei versamenti operati nelle more in favore della società. Cass. n. 17498/2018, cit.; Cass. n. 17500/2018, cit.; Cass. n. 27227/2021, cit.; Cass. n. 22960/2020, cit.



A riprova di ciò, si richiamano le recenti pronunce del Tribunale e della Corte d'Appello di Milano, già più volte citate, che pur condividendo le premesse con la Corte di Cassazione⁴⁴, si pongono criticamente circa le raggiunte conclusioni sull'ammissibilità *tout court* delle opzioni *put* a prezzo preconcertato nell'ambito di operazioni di finanziamento.

PATTO DI OPZIONE CALL/PUT: USCITA FORZOSA E STALLO DECISIONALE

Nella prassi societaria è assai diffuso l'uso combinato delle opzioni *call* e *put*.

In sostanza, si tratta di un patto di **opzione call/put reciproca** con cui due soci della medesima società si obbligano reciprocamente a vendere e ad acquistare le rispettive partecipazioni, a un prezzo determinato o determinabile, al verificarsi di un evento futuro. Con questo meccanismo, in sostanza, si assicura il trasferimento delle partecipazioni.

Un esempio potrà chiarire. Tizio e Caio vogliono essere certi che, al verificarsi di un evento (o al decorrere di un termine) le partecipazioni della società Alfa detenute da Tizio vengano cedute a Caio. Con il patto di opzione *call/put* reciproco, se Caio, opzionario dell'opzione *call* non la esercita, Tizio, opzionario dell'opzione *put* (che altri non è se non il concedente dell'opzione *call*) avrà comunque la possibilità di esercitare il proprio diritto di vendita, con l'effetto di trasferire in ogni caso le partecipazioni Alfa di Tizio a Caio.

Il meccanismo dell'opzione reciproca viene inserito nei patti parasociali per assicurare il passaggio delle partecipazioni nei casi in cui sia necessario risolvere rapidamente eventuali conflitti inconciliabili tra le parti o come strumento per forzare l'uscita dalla compagine sociale di un socio inadempiente o permettere al socio adempiente

di abbandonare la società al suo destino. Si tratta, in sostanza di un meccanismo che **permette sia l'uscita volontaria dalla società, mediante l'opzione di vendita** (c.d. *exit* attivo) **sia l'estromissione del socio mediante l'opzione di acquisto** (c.d. *exit* passivo), senza lo scioglimento della società.

Ciò che rileva, quindi, è l'evento dedotto quale **condizione** per l'esercizio dell'opzione, il c.d. *triggering event* (letteralmente "l'evento scatenante"), ossia quell'avvenimento (o mancato avvenimento), quella circostanza sopravvenuta, quel fatto giuridico che fa scattare il diritto potestativo di vendere le proprie azioni o acquistare quelle dell'altro socio.

In particolare, le opzioni reciproche permettono di realizzare un procedimento di coercizione nell'adempimento delle obbligazioni assunte dai partecipanti al patto parasociale. In altri termini, in caso di inadempimento di un socio a un'obbligazione nascente dal patto parasociale, il socio non inadempiente, grazie al meccanismo dell'opzione reciproca, ha diritto di uscire dalla compagine sociale, vendendo le proprie partecipazioni all'altro socio, oppure estromettere il socio inadempiente, acquistandone le partecipazioni.

In sostanza, le opzioni reciproche hanno, in questo caso, una funzione dissuasiva dall'inadempimento.

Le opzioni reciproche, però, sono molto utili anche per risolvere situazioni potenzialmente critiche per la sopravvivenza della società. Infatti, tra gli eventi più ricorrenti nella prassi, ai quali le parti di un patto parasociale subordinano l'esercizio delle opzioni reciproche, si possono ricordare la soggezione di un socio a procedure concorsuali, la sostanziale modifica nella compagine sociale o nella *governance* di uno dei soci (c.d. *change of control clause*), il verificarsi di situazioni in cui, in seguito a eventi non previsti dalle parti, muti in modo consistente l'equilibrio economico della società e la permanenza nella compagine so-

44 Si veda nota precedente.

ciali diventi eccessivamente onerosa per una di esse (ossia la già ricordata *hardship clause*), il raggiungimento (o il mancato raggiungimento) di una certa soglia di ricavi.

In questi casi, quindi, emerge con maggiore chiarezza la rilevanza della causa concreta dell'opzione. I partecipanti al patto parasociale, infatti, con tali meccanismi, non perseguono il fine della cessione delle partecipazioni: l'effetto traslativo delle partecipazioni non è lo scopo delle parti, ma il mezzo attraverso il quale risolvere un conflitto attuale o potenziale.

In questa ottica, nella redazione di una clausola di opzione reciproca, assume un ruolo fondamentale **la fissazione del criterio per stabilire il prezzo** di esercizio della vendita (o dell'acquisto) delle partecipazioni.

Mentre nelle opzioni reciproche volte a risolvere una situazione potenzialmente critica, la determinazione del prezzo può essere assunta con criteri neutri, nel caso di rimedio all'indebitamento alle obbligazioni del patto parasociale, lo *strike price* può assumere anche una valenza punitiva, ove sia pattiziamente fissato in misura inferiore al valore di mercato, come individuato dall'art. 2437-ter c.c. per il caso del recesso.

Sul punto, però, è necessario chiarire che ove il prezzo risultante dai criteri punitivi previsti fosse eccessivamente penalizzante per il socio estromesso, la relativa clausola potrebbe essere nulla⁴⁵, anche se in concreto non è certo agevole dimostrare che il criterio prescelto sia a priori sfavorevole al socio.

Circa la derogabilità dei criteri previsti dall'art. 2437-ter c.c., la giurisprudenza di merito, poi, ha statuito l'invalidità per contrarietà alle norme imperative, di una clausola statutaria che preveda come esclusivo criterio di determinazione del valore delle azioni del socio receduto quello del valore nominale. In tal modo, infatti, al socio verrebbe riconosciuta la sola frazione del capitale per il quale il recesso è stato esercitato, senza alcun collegamento con il reale valore della partecipazione⁴⁶.

Per contro, nel fissare i criteri di valutazione delle partecipazioni, è possibile prevedere il c.d. sconto di minoranza, ossia una riduzione del valore delle partecipazioni ove il pacchetto da cedere non sia di controllo⁴⁷.

Sul punto, si richiama quanto già argomentato in tema di opzioni *put* a prezzo predeterminato. Per completezza, però, va citata un'autorevole voce dottrinale che sostiene la legittimità di una clausola di opzione reciproca contenuta in un patto parasociale che preveda la predeterminazione di un prezzo vile, sulla base del fatto che la valorizzazione della partecipazione sociale, afferendo a profili meramente patrimoniali, rientra nell'ambito dei diritti disponibili. Pertanto, sarebbe valida e operativa, nei confronti dei paciscenti (e solo tra loro) un'opzione *put* priva di *floor* minimo di valorizzazione pari al valore di mercato⁴⁸.

L'opzione *call/put* reciproca, poi, ha un'applicazione pratica molto diffusa nell'ambito dei meccanismi di **soluzione di stallo decisionale**

45 Per la nullità di ogni criterio statutario di valutazione penalizzante nei confronti del socio recedente si veda Stella Richter M. "Diritto di recesso e autonomia statutaria", *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 396.

46 Trib. Roma 15.1.2020, in *Sistema Integrato Eutekne*, ha chiarito che i "criteri diversi" di cui all'art. 2437-ter co. 4 c.c., hanno una funzione integrativa dei principi indicati nel secondo comma comunque diretta a pervenire a una valutazione del valore reale della partecipazione, secondo alcuni necessariamente più favorevole rispetto a quella che deriverebbe dall'applicazione dei criteri indicati nel secondo comma, secondo altri anche peggiorativa, purché il risultato finale non sia del tutto avulso dal valore effettivo della quota.

47 Trib. Roma 5.3.2013, *Corr. giur.*, 2013, p. 1396, ha chiarito che è legittimo, al fine di tenere in adeguato conto tutti i parametri normativamente imposti dall'art. 2437-ter co. 2 c.c. e alla luce dei dati di mercato relativi a transazioni aventi a oggetto pacchetti azionari di minoranza di società non quotate con un assetto azionario simile a quello della società di cui si tratta, dare ingresso, nella valutazione delle azioni per cui è esercitato il recesso, al c.d. "sconto di minoranza", non dovendosi al contrario ritenere che al socio receduto vada assicurato in ogni caso un importo non inferiore a quello che gli spetterebbe, *pro quota*, nell'ipotesi di liquidazione della società.

48 Divizia P. "Patto di opzioni put and call", cit., p. 351. Per un approfondimento, si veda anche Divizia P. "Le clausole di tag e drag along", Milano, 2013, p. 215 ss.



(c.d. *deadlock*) che merita uno specifico approfondimento.

Per stallo decisionale si intende la situazione in cui, per i più svariati motivi (tipicamente due soci paritetici litigiosi, o soci di minoranza con poteri di veto), la società non è in grado di proseguire l'attività⁴⁹. Le clausole volte a prevenire o a risolvere le situazioni di stallo sono di norma ordinate in due categorie:

- clausole che mirano a risolvere lo stallo **mediante meccanismi che mantengono in vita il rapporto sociale**; e
- clausole che superano lo stallo **mediante meccanismi che, per contro, prevedono la cessione delle partecipazioni** e la conseguente uscita di uno o di tutti i soci.

Le prime generalmente richiedono una previsione statutaria *ad hoc* perché conservano una connotazione strettamente organizzativa, le seconde, invece, si collocano tipicamente sul piano dei patti parasociali.

In realtà, è possibile ipotizzare che anche le clausole volte a risolvere lo stallo decisionale attraverso un cambiamento degli assetti societari siano contenute nello Statuto con alcune ricadute sostanziali. In questo caso, infatti, tali previsioni saranno rivolte alla generalità dei soci e, quindi, dovranno essere considerate a tutti gli effetti clausole sociali, con la conseguenza che produrranno effetto anche nei confronti degli eventuali futuri soci. Per contro, ove le clausole per risolvere lo stallo siano rivolte ad alcuni specifici e individuati soci, dovranno essere ritenute come contenute in un patto parasociale, vincolante solo per i paciscenti.

Nella prima categoria (soluzione dello stallo in via preventiva e senza mutamento degli

assetti), si possono ricordare le clausole di *cooling off*⁵⁰, di *casting vote*⁵¹, o quelle che attribuiscono la soluzione della lite a un terzo.

Nella seconda categoria (soluzione dello stallo mediante uscita di uno dei soci), invece, rientrano quelle che qui interessano, note come **buy-sell provisions**, ossia opzioni di vendita o di acquisto, esclusive o alternative, esercitabili al verificarsi di uno stallo decisionale.

Uno degli aspetti peculiari di queste opzioni è la determinazione del prezzo, che avviene, secondo il tipo di clausola pattuita.

Per esempio, la determinazione del prezzo può essere demandata a un terzo arbitratore ex art. 1349 c.c. In sostanza, al verificarsi dello stallo, il socio legittimato dalla clausola (es. il più diligente) formula un'offerta di acquisto o vendita senza indicazione di un valore, la cui quantificazione viene automaticamente demandata a un terzo già individuato dalla clausola (tipicamente una o più società di revisione di *standing* internazionale) che dovrà applicare i criteri dell'art. 2473 comma 3 c.c. (il valore di mercato).

In questo caso si parla di *deterrent approach*, in quanto l'automatico deferimento della valorizzazione a un terzo dovrebbe rappresentare un vero e proprio deterrente per le parti, tanto da spingerle a trovare una soluzione amichevole dello stallo. La clausola, poi, ha il pregio di superare la litigiosità delle parti realizzando la piena corrispondenza tra il prezzo pagato e il valore di mercato della partecipazione.

La determinazione del prezzo, poi, può essere demandata a uno dei soci secondo uno schema noto come **Russian roulette**. L'essenza della clausola si risolve nella facoltà attribuita a un socio di rivolgere all'altro un'offerta di

49 Da un punto di vista lessicale, lo stallo decisionale viene di norma indicato con due vocaboli inglesi: "*deadlock*" (punto morto) in cui lo stallo è causato dalla divergenza di opinioni di due o più soci tra loro paritetici e "*stalemate*" (stallo, nella terminologia scacchistica) quando lo stallo deriva dall'esercizio di un diritto di veto concesso dallo Statuto a uno o più soci di minoranza. Si trova anche la dizione "*impasse*" di derivazione francese, quale sinonimo generico per descrivere la situazione. Si veda Divizia P. "Patto parasociale di Russian roulette", *Società*, 2018, p. 449.

50 La clausola permette che l'amministrazione ordinaria venga demandata a un terzo per dare modo alle parti di giungere a una composizione amichevole della lite e, quindi, dello stallo. Si veda Canazza F., Germano Cortese E., *sub art. 2341-bis*, in Lo Cascio G., Panzani L. (a cura di) "Formulario delle società di capitali", Milano, 2006, p. 126 ss.

51 La clausola attribuisce, in caso di dissidio, la prevalenza della volontà a un socio o a un amministratore.

acquisto della partecipazione al capitale sociale da quest'ultimo posseduta a un prezzo prestabilito. Il destinatario dell'offerta è così posto dinanzi a un'alternativa: accettare l'offerta pervenuta ovvero acquistare egli stesso la partecipazione del proponente⁵².

In sostanza, la clausola *roulette* russa mira a risolvere le situazioni di stallo decisionale attraverso una riallocazione delle partecipazioni, al fine di preservare la società e di evitare i costi e i tempi della liquidazione.

La fattispecie della *Russian roulette* è ammessa sia dalla dottrina⁵³ sia dalla Giurisprudenza secondo cui, in particolare, la clausola finalizzata al superamento di fasi di stallo decisionale è un patto parasociale atipico, valido in termini di liceità e rispondente a interessi meritevoli di tutela⁵⁴.

Quanto all'assoggettamento della clausola in esame alla disciplina dell'art. 2341-*bis* c.c., quindi, sembra configurare un'ipotesi di patto parasociale teleologicamente atipico, in quanto persegue finalità diverse dalla stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società.

Attraverso la clausola in esame, infatti, i soci

mirano a risolvere le situazioni di stallo decisionale con un nuovo e diverso assetto della società e non a consolidare o stabilizzare né gli assetti proprietari esistenti (che di fatto cambieranno con l'esercizio del diritto di opzione) né il governo della società (che potrebbe cambiare conformemente alla diversa composizione del capitale sociale)⁵⁵.

Tale impostazione deve essere anche confermata nel caso in cui la clausola venga inserita in un più ampio accordo parasociale⁵⁶.

Peraltro, una recente pronuncia della Corte d'Appello di Roma ha chiarito che la clausola in esame ha la funzione di disciplinare *ex ante* la ridefinizione degli assetti proprietari e di governo per il caso in cui il rapporto parasociale cessi di esistere. Tale aspetto è pienamente conforme alla funzione di pianificazione assunta dal patto parasociale. In altre parole, il meccanismo della clausola non ha la finalità di cristallizzare il patto oltre i limiti consentiti dalla legge, ma di evitare il rischio di stallo decisionale tra i due soci nel caso di scioglimento del patto di sindacato e, pertanto, è sottratta alla disciplina dell'art. 2341-*bis* c.c.⁵⁷.

52 Pasquariello C. "La clausola di roulette russa tra meritevolezza e validità", *Società*, 2021, p. 153. Si veda anche Dinacci G., Simonetti P. "Criteri per la determinazione del prezzo nella Russian roulette clause: un possibile punto di equilibrio tra continuità d'impresa ed «equa» valorizzazione della partecipazione sociale", in *questa Rivista*, 4, 2021.

53 Busi C. "Tecniche di soluzione delle situazioni di stallo decisionale nelle compagini societarie" in *questa Rivista*, 9, 2015; Id. "È valida la clausola di russian roulette", *ivi*, 7-8, 2018; Draetta U. "Un esempio di Russian roulette clause per la soluzione di *dead-locks*", *Dir. comm. int.*, 1992, p. 515; Daino G. "Tecniche di soluzione del deadlock la soluzione contrattuale del disaccordo tra i soci nelle joint ventures paritarie", *ivi*, 1988, p. 15; Bertazzoni C. "Manuale di contrattualistica internazionale", Verona, 2006, p. 492.

54 Per esempio, Trib. Roma 19.10.2017 n. 19708, in *Sistema Integrato Eutekne*, ha chiarito che la clausola del patto parasociale del tipo *Russian roulette* diretta a risolvere il rapporto sociale, mediante l'uscita forzata di uno dei due *partner* e la conseguente acquisizione dell'intero capitale sociale da parte dell'altro, nel caso di verifica di talune ipotesi, specificamente indicate, di stallo gestionale (*deadlock*), ha la finalità di risolvere le situazioni di impossibilità deliberativa di un organo e, quindi, di stallo decisionale che possono determinarsi laddove i soci detengano ciascuno (come nel caso di specie), una partecipazione pari alla metà del capitale sociale, ovvero qualora i quozienti costitutivi o deliberativi siano commisurati in maniera tale da pretendere la partecipazione o il voto favorevole di una minoranza, titolare in definitiva di un sostanziale diritto di veto. Ciò rilevato e posto che l'incapacità decisionale dell'organo deliberativo determina la paralisi societaria, integrando una causa di scioglimento della società, e che il disinvestimento e la dissoluzione dell'impresa può mettere a repentaglio il buon esito dell'affare, la finalità di risolvere uno stallo decisionale a tutela dell'affare comune deve certamente meritevole di protezione da parte dell'ordinamento. La *Russian roulette clause*, pertanto, risolve lo stallo attraverso una riallocazione delle partecipazioni sociali all'interno della compagine sociale rimettendo a una delle parti il potere di determinare il prezzo e all'altra di scegliere tra la vendita o l'acquisto delle azioni ed è, pertanto, pattuizione diretta a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico.

55 Divizia P. "Patto parasociale di Russian roulette", cit., p. 451.

56 Facci M. "La clausola di roulette russa", *Nuove leggi civ. comm.*, 2020 p. 796.

57 App. Roma 3.2.2020 n. 782, in *Sistema Integrato Eutekne e Foro It.*, 2020, p. 1383.

TABELLA CASISTICA OPZIONI IN AMBITO SOCIETARIO

OPZIONE CALL			
Nome	Funzione/scopo	Documento	Applicabilità art. 2341-bis c.c.
Opzione <i>call</i> ordinaria	Incrementare la partecipazione (un soggetto investitore acquista una partecipazione minoritaria in una società ma vuole riservarsi il diritto di aumentare tale partecipazione, al verificarsi di determinati eventi, acquistando partecipazioni dagli altri soci, fino a raggiungere la maggioranza (o la totalità) del capitale sociale)	Preliminare di cessione partecipazioni / apposito patto / patto parasociale	Astrattamente rientrante nella fattispecie di cui all'art. 2341-bis co.1 lett. c): patti che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulla società
Opzione <i>squeeze out</i>	Estromissione del socio di minoranza, mediante acquisto delle sue partecipazioni da parte del socio di maggioranza, al verificarsi di un evento o entro un termine. Criticità: rischio di estromissione del socio di minoranza a prezzo vile	Patto parasociale	Non applicabile, ferma la valutazione sulla meritevolezza
Patto di trasciamento (<i>drag along - bring along</i>)	Il socio di maggioranza, che intende alienare la propria quota partecipativa, si riserva il diritto di poter negoziare con i terzi acquirenti la vendita dell'intero (o di una parte del) capitale sociale, ivi comprese le partecipazioni di minoranza, alle medesime condizioni economiche; opzione <i>call</i> a favore di un terzo beneficiario sulla partecipazione di minoranza, sospensivamente condizionata all'offerta di acquisto dell'intero capitale sociale da parte del terzo e al mancato esercizio del diritto di prelazione sulla quota di maggioranza da parte del socio di minoranza	Patto parasociale / Statuto	Non applicabile (patto volto a modificare assetti societari)
Diritto di riacquisto	A scopo di finanziamento, il socio di maggioranza vende le proprie partecipazioni (o parte di esse), riservandosi la possibilità di riacquistarle entro un certo termine. Non è un patto di riscatto ex art. 1500 c.c. Criticità: alea nella determinazione del prezzo di riacquisto	Patto parasociale / apposito patto	Potrebbe astrattamente rientrare nella fattispecie dei patti parasociali volti a mantenere gli assetti proprietari; valutazione sulla meritevolezza e applicabilità limite quinquennale ex art. 2341-bis c.c.

Clausola di riscatto	<p>Al venir meno (o al verificarsi di) determinate condizioni in capo a uno dei soci, la società e/o i soci, o un terzo, hanno diritto di acquistare una parte o l'intera partecipazione di cui il medesimo è titolare.</p> <p>Criticità: criteri di valutazione del prezzo di riscatto ex art. 2437-<i>sexies</i> c.c. che richiama espressamente la disciplina dei criteri di determinazione del valore delle azioni per il caso del recesso (artt. 2437-<i>ter</i> e 2437-<i>quater</i> c.c.) "in quanto compatibili". Lo Statuto può prevedere criteri diversi o limitare il diritto di riscatto ai soli soci, escludendo la società, o viceversa, ma i criteri statutari non possono essere tali da attribuire alle partecipazioni oggetto di riscatto valori significativamente inferiori a quelli derivanti dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-<i>ter</i> c.c.</p>	Patto parasociale / Statuto	Non applicabile (patto volto a modificare assetti societari). Se la clausola è prevista nello Statuto si applica alla generalità dei soci
----------------------	--	-----------------------------	---

OPZIONE PUT			
Nome	Funzione/scopo	Documento	Applicabilità art. 2341- <i>bis</i> c.c.
Opzione <i>put</i> ordinaria	Dismissione della partecipazione	Patto parasociale	Da valutare caso per caso, secondo il concreto fine perseguito; generalmente in astratto non applicabile (patto volto a modificare assetti societari)
Clausole di <i>exit</i>	<p>Interruzione del rapporto sociale: il socio/investitore si riserva il diritto di uscire dalla compagine sociale vendendo la partecipazione all'altro socio (o agli altri soci), al verificarsi di un evento o entro un termine.</p> <p>Criticità: determinazione del prezzo di esercizio tale da sterilizzare rischio d'impresa con violazione del divieto di patto leonino (art. 2265 c.c.) e conseguente nullità della clausola</p>	Patto parasociale	Non applicabile (patto volto a modificare assetti societari); sempre soggetto a valutazione della meritevolezza (es. clausola nulla se prezzo al valore nominale)

OPZIONE CALL/PUT RECIPROCA

Nome	Funzione/scopo	Documento	Applicabilità art. 2341-bis c.c.
Opzione <i>call and put</i> (o opzione <i>put and call</i>)	<p>Al fine di assicurare il trasferimento delle partecipazioni, due soci della medesima società si obbligano reciprocamente a vendere e ad acquistare le rispettive partecipazioni, a un prezzo determinato o determinabile, al verificarsi di un evento futuro.</p> <p>Possibili applicazioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> • coercizione nell'adempimento delle obbligazioni assunte dai partecipanti al patto parasociale, con funzione dissuasiva dall'inadempimento; • soluzione di situazioni potenzialmente critiche per la sopravvivenza della società (<i>change of control</i>, <i>hardship</i>, assoggettamento a procedure concorsuali di uno dei soci, mancato raggiungimento di una soglia ricavi); • soluzione dello stallo decisionale (<i>dead-lock</i>). <p>Criticità: determinazione del prezzo di esercizio (terzo arbitratore o <i>Russian roulette</i>)</p>	<p>Patto parasociale</p>	<p>Da valutare caso per caso, secondo il concreto fine perseguito; generalmente in astratto non applicabile (patto volto a modificare assetti societari)</p>

CONCLUSIONI

Dall'analisi del patto di opzione in ambito societario emerge una fattispecie assai versatile che, nella prassi, ha conosciuto innumerevoli applicazioni, ciascuna caratterizzata dal perseguimento di una causa in concreto, ossia dall'obiettivo tangibile che i soci di una società si sono prefigurati nel sottoporsi a tale patto. L'ingresso, quindi, nella sfera dei patti parasociali è pacifico, mentre risulta ancora aperto il dibattito circa la sussunzione della

fattispecie nella disciplina dell'art. 2341-bis c.c. In proposito, solo l'analisi della causa concreta in relazione ai casi tipici, teleologicamente orientati, previsti dal legislatore può fornire una risposta. Parimenti, sempre tale analisi, ove condotta *ex ante*, in fase di redazione della clausola, permette di evitare di incappare in possibili invalidità, derivanti dal giudizio di meritevolezza, al quale tutti i patti parasociali atipici sono soggetti, o derivanti dalla violazione di norme imperative, quali il divieto di patto leonino o l'art. 2437-ter c.c.