

Patti parasociali

Patto di opzioni *put and call*

di Paolo Divizia

Le clausole *put and call* in ambito societario si differenziano per funzionamento e struttura dallo schema civilistico del patto di opzione. Il presente contributo mira a chiarire le ambiguità semantiche e giuridiche che si celano dietro a questi istituti, frequentemente utilizzati nella redazione di più ampi patti parasociali. Il contributo si pone altresì la finalità di vagliare le principali problematiche che queste clausole pongono in relazione ad alcuni dei principi cardine dell'ordinamento civilistico (ad esempio, la c.d. prevalenza della "causa concreta" del negozio) e societario (quali, ad esempio, i rapporti fra prezzo vile di esercizio e tutela del *fair market value* FMV od anche il diritto del socio di permanere in società e le tecniche di *squeeze out parasociale*).

1. Introduzione

I patti parasociali sono accordi stipulati fra i soci (1), logicamente e fisicamente collocati al di fuori dell'atto costitutivo e dello statuto, finalizzati ad orientare una determinata condotta nell'esercizio dei diritti sociali ovvero la tenuta di un comportamento negoziale fra soci stessi o verso terzi ovvero ancora nei confronti della società medesima.

I patti parasociali sono tradizionalmente considerati come contratti atipici (2) e tale classificazione pare mantenere una sua fondatezza, poiché, anche successivamente all'introduzione, ad opera alla Riforma del diritto societario, degli artt. 2341 *bis* e 2341 *ter* c.c.,

continua a mancare nel nostro ordinamento una definizione generale degli stessi (3).

L'intervento legislativo si muove in poche e limitate direzioni:

- a) il regime di durata e di pubblicità (quest'ultima limitatamente alle società che facciano ricorso al mercato del capitale di rischio);
- b) l'ambito applicativo oggettivo, che pur tuttavia risulta essere circoscritto a determinate tipologie di patti (invero, le più comuni) (4), specificamente enunciate dall'art. 2341 *bis* ed accomunate da un profilo funzionale, consistente nella finalità di "stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società".

(1) Oltre ai soci potranno rivestire la qualifica di contraenti del patto parasociale anche altri titolari di diritti o situazioni giuridiche soggettive discendenti dal contratto sociale, come, ad esempio, gli obbligazionisti ed i possessori di strumenti finanziari (cfr. R. Rordorf, *I patti parasociali*, in *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Milano, 2008, 511), ma anche terzi estranei e, secondo parte della dottrina, la stessa società (cfr., *ex multis*, A. Badini Confalonieri, *I patti parasociali*, in *Le nuove spa*, diretto da O. Cagnasso-L. Panzani, Bologna, 2010, 263). A tal proposito si condivide l'opinione di autorevole dottrina (R. Rordorf, *op. cit.*, 514), la quale osserva che "Ci si potrebbe piuttosto chiedere, sempre restando in tema di soggetti tra cui un patto parasociale può intercorrere, se sia concepibile che ad un tal patto partecipi, accanto ad uno o più soci o terzi, la società stessa. La risposta sembra debba essere negativa, perché un eventuale impegno del socio verso la società, se avente ad oggetto l'esercizio di diritti e facoltà derivanti dal contratto sociale, finirebbe inevitabilmente per assumere i caratteri di una convenzione integrativa o modificativa di quel contratto, ed è inammissibile che ciò possa accadere al di fuori delle regole che presidiano la costituzione della società e le sue successive modificazioni. Se si trattasse, invece, di accordi aventi oggetti diversi, il ricorso alla nozione di patto parasociale sarebbe inutile ed improprio, giacché l'autonomia soggettiva della società rispetto ai propri soci consente sempre di ipotizzare che tra essi si intreccino i più vari rapporti

contrattuali". D'altra parte, l'esclusione della società dal novero dei possibili contraenti di un patto parasociale non esclude che la stessa possa rivestire la qualità di terzo beneficiario dello stesso, secondo il principio generale stabilito, in materia contrattuale, dall'art. 1411 c.c. (divenendo, quindi, titolare di un diritto autonomamente azionabile in giudizio per l'adempimento delle obbligazioni pattuite in suo favore: cfr. A. Badini Confalonieri, *op. cit.*, 267). Ciò accade, ad esempio, quando i soci assumano un reciproco impegno a reintegrare, a certe condizioni, il capitale della società o ad effettuare finanziamenti a suo favore (in senso contrario, tuttavia, cfr. ancora R. Rordorf, *op. cit.*, 514, secondo il quale la pattuizione non sarebbe inquadrabile nell'ambito dei patti parasociali e, comunque, tale inquadramento non presenterebbe alcuna utilità).

Interessanti riflessioni sono sviluppate più di recente da C.A. Busi, *Tecniche di soluzione delle situazioni di stallo decisionale nelle compagnie societarie*, in SCBR, Torino, 2015, 9.

(2) Cfr. A. Morano - T. Musumeci, *Brevi note in tema di patti parasociali*, in *Riv. not.*, 1989, I, 540-541.

(3) In tal senso, cfr. A. Badini Confalonieri, *op. cit.*, 273-274, il quale osserva, tuttavia, che i patti svolgenti la funzione di stabilizzazione degli assetti proprietari e del governo societario, essendo espressamente contemplati dall'art. 2341-*bis* c.c., non richiedono un giudizio di meritevolezza.

(4) Cfr. A. Badini Confalonieri, *op. cit.*, 261.

Molte sono però le fattispecie di patto parasociale interamente non tipizzate o, più correttamente, del tutto prive di una disciplina ad hoc e non riconducibili, in quanto a ratio e funzione, agli schemi predefiniti dei sindacati di voto e/o di blocco, oltre all'ipotesi più rara dei patti "di influenza dominante" (art. 2341 *bis* lett. c).

Con riferimento a questo intero segmento negoziale restano valide le osservazioni sviluppatesi anteriormente alla Riforma circa la necessità di verificare il perseguimento di interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico ai sensi dell'art. 1322, comma 2, c.c. (almeno per i patti legislativamente non previsti), nonché la necessità di valutare la non contrarietà delle clausole del patto a norme imperative, ordine pubblico e buon costume.

Va poi osservato come l'elencazione contenuta nell'art. 2341 *bis* c.c., secondo l'interpretazione dottrinale prevalente (5), non ha tanto lo scopo di realizzare una tipizzazione dei patti parasociali, quanto piuttosto di agevolare l'interprete nell'individuazione dei patti che sono ora inclusi ora esclusi da questa disciplina. Il criterio interpretativo offerto dal legislatore è di tipo teleologico, dato che la distinzione fra categorie di patti non si fonda sul contenuto dei medesimi, bensì sullo scopo da essi perseguito, che viene enunciato e riassunto dall'art. 2341 *bis* c.c. e consiste nel fine di "stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società" (6).

Vorrei quindi provare ad offrire un metodo classificatorio che possa aiutare l'interprete nella gestione di una realtà eterogenea di patti ed accordi parasociali. Il codice quindi opera su due livelli di tipizzazione: a) una tipizzazione teleologica, ossia detta ed individua il fine ultimo cui deve mirare un accordo per potersi definire come "patto parasociale" (ossia quello di "stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società");

b) un tipizzazione negoziale e contenutistica, non esaustiva, rappresentata dalle ipotesi previste nelle lettere a), b) e c).

A mio avviso, da ciò possono farsi discendere alcuni corollari applicativi:

a) per potersi definire patto parasociale "teleologicamente tipico", un accordo fra soci (e fatte salve le estensioni soggettive sopra esposte) deve avere il pre-requisito di mirare al perseguimento, diretto o indiretto, della stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società;

b) la finalità indicata alla lettera precedente, in secondo luogo, può essere perseguita attraverso schemi negoziali diversi:

b1: già tipizzati nei tratti essenziali dal legislatore attraverso le lett. a), b) e c) dell'art. 2341 *bis* c.c. e rispetto ai quali è la legge ad aver già sviluppato un vaglio di meritevolezza e liceità nel fine e nel contenuto;

b2: non tipizzati o innominati, lasciati cioè all'elaborazione dottrinale o degli operatori e rispetto ai quali è l'interprete (o, tutt'al più il giudice in sede contenziosa) a dover sviluppare il citato vaglio di meritevolezza e liceità (a ben vedere nel solo contenuto, dato che il fine già è stato considerato meritevole dal legislatore);

c) il patto parasociale può definirsi come "teleologicamente atipico" qualora la finalità perseguita sia diversa dalla stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società.

In tale ultima ipotesi, a queste tipologie di patto, a mio avviso:

- non sarà applicabile la limitazione temporale di cui al primo comma dell'art. 2341 *bis* c.c., potendosi quindi stabilire periodi di durata che vanno oltre il quinquennio (7) (dovendosi, tuttavia, preferibilmente evitare termini coincidenti con la durata della società o comunque eccessivamente lunghi);

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

(6) La tecnica normativa adottata ha sollevato discussioni in dottrina in ordine alla valenza del criterio teleologico ed alla natura tassativa o esemplificativa dell'elenco riportato dall'art. 2341 *bis*: cfr., al riguardo, C. Fontana, *op. cit.*, 677 ss., il quale, individuando come criteri caratterizzanti delineati dal legislatore quello contenutistico (oggetto dei patti) e, appunto, quello teleologico (finalità dei patti), si è chiesto se, ai fini dell'applicabilità della normativa dettata, sia necessaria o meno la loro compresenza. Lo stesso Autore, riconoscendo una certa preponderanza al criterio teleologico, sembra risolvere in senso positivo la questione relativa alla possibilità di ricomprendere nell'ambito di applicazione della disciplina codicistica anche quei patti che, pur avendo oggetto differente rispetto a

quelli specificamente elencati dall'art. 2341 *bis* c.c., comunque perseguano la finalità enunciata da tale disposizione (cfr. nt. 12, 678-679 e la dottrina citata alla nt. 16, 680). Non pare condivisibile l'estremizzazione di tale ricostruzione nel senso di ritenere che i predetti criteri delimitino l'area del parasociale, nel senso che vi rientrerebbero solamente i patti con la finalità legislativamente individuata. Sembra a chi scrive che la finalità del legislatore della Riforma sia stata quella di regolamentare, sulla base del criterio teleologico, un'area dei patti parasociali ritenuta rilevante sulla base dei diritti coinvolti.

(7) Può osservarsi come una deroga legale al limite del quinquennio sia già contenuta nell'art. 17 del D.Lgs. 19 agosto 2016, n. 175 (Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica) ed in particolare al comma 4, lett. d), ove è disposto che "i patti parasociali possono avere durata superiore a cinque anni, in deroga all'articolo 2341-bis, primo comma, del codice civile, purché entro i limiti di durata del contratto per la cui esecuzione la società è stata costituita".

- fermo ed impregiudicato il vaglio di meritevolezza dell'interesse tutelato e di liceità del patto, la disciplina di riferimento sarà quella delle norme sui contratti in generale e degli altri principi in materia di obbligazioni;

- la normativa societaria sarà applicabile solo per principi e non già nelle regole di dettaglio, come in prosieguo analizzato, ed in alcuni casi anche la disciplina di principio potrà essere disattesa (8).

Un sicuro esempio di patto parasociale “teleologicamente atipico” è quello che mira a risolvere situazioni di c.d. dead-lock, ossia di stallo derivante dall'oggettiva impossibilità di un organo sociale di assumere una determinata deliberazione, con ciò determinandosi una impasse gestoria. In questa tipologia di patti, la soluzione allo stallo viene di regola trovata mediante l'attribuzione di un nuovo e diverso assetto alla società, quindi in linea di piena discontinuità rispetto al fine conservativo e stabilizzatorio sopra indicato (il caso emblematico è quello della clausola “Russian roulette”). Senza pretesa di esaustività, un primo punto di sintesi può essere offerto da questo schema.

A. Patto parasociale codificato e con finalità tipizzata:

Ad es., il sindacato di voto

Disciplina diretta del codice civile (art. 2341 *bis* c.c.)

Valutazione di meritevolezza già svolta dal legislatore

Limiti di durata quinquennale

Disciplina applicabile in via diretta, quella societaria

Disciplina residuale quella del codice civile dettata in ambito di contratti

B. Patto parasociale non codificato e con finalità tipizzata (stabilizzazione asset e governo societario):

Ad es., patto parasociale di gestione

Assenza di disciplina diretta del codice civile

Valutazione di meritevolezza già svolta dal legislatore nel solo fine ultimo

Rilevante spazio di valutazione in ordine alla meritevolezza rimesso all'interprete

Non applicabilità del limite di durata quinquennale

Disciplina principale quella del codice civile dettata in ambito di contratti

Richiamo mediato ai principi generali del diritto societario

C. Patto parasociale non codificato e con finalità non tipizzata:

Ad es., patto parasociale di risoluzione di dead lock, con tecnica russian roulette

Assenza di disciplina diretta del codice civile

Assenza di una pre-valutazione di meritevolezza svolta dal legislatore nella finalità

Esclusiva valutazione in ordine alla meritevolezza rimessa all'interprete

Non applicabilità del limite di durata quinquennale

Disciplina esclusiva quella del codice civile dettata in ambito di contratti

Possibilità di disattendere anche i principi generali del diritto societario (ad es., equa valorizzazione della partecipazione)

Lo sforzo classificatorio incontra tuttavia dei limiti oggettivi.

Non può infatti non osservarsi come ben più complesso sia l'inquadramento dogmatico dei patti parasociali contenenti opzioni put e call, ai quali è dedicato il presente contributo.

Non è infatti agevole affermare con sicurezza che dette pattuizioni mirino a garantire la stabilità degli assetti e del governo societario. Dal punto di vista strutturale, infatti, la concessione di un'opzione di vendita (put) o di acquisto (call) pare costituire “non già un limite, bensì un potenziamento del diritto di disporre delle azioni”, mirante più a favorire il cambio, piuttosto che la conservazione degli assetti societari (9).

Come verrà di seguito analizzato, tuttavia, la mera analisi strutturale dello strumento può essere fuorviante.

L'esperienza pratica insegna come clausole siffatte siano calate in accordi parasociali miranti effettivamente alla stabilizzazione degli assetti di governo della società medesima. In particolare, la minaccia dell'esercizio di una opzione put o call potrà andrà a costituire, nelle ipotesi più semplici, il deterrente rispetto a forme di violazione del patto (ad esempio, pre-inserendosi prezzi di realizzo punitivi) ovvero ancora, nelle strutture più complesse, forme di uscita volontaria o forzosa di soci non più graditi (ferma ed impregiudicata la permanenza in vita della società medesima).

Il tema merita dunque un livello di approfondimento maggiore, proprio a partire dal differente concetto di opzione in ambito civilistico e societario.

2. Struttura civilistica dell'opzione

Il patto di opzione rientra nel novero degli accordi volti a preparare e favorire la conclusione di un contratto definitivo. Esso trova disciplina in seno all'art. 1331 c.c., secondo cui le parti possono

(8) Non potendosi però prescindere da una valutazione caso per caso; cfr. sul punto sempre C.A. Busi, *ult. op.cit.*

(9) Cfr. G. Sbisà, *La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, 486.

convenire “che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno”; in tal caso, richiamandosi gli effetti dell'art. 1329 c.c., la dichiarazione effettuata dalla prima parte contrattuale si considera quale proposta irrevocabile a beneficio della seconda (10).

L'opzione tecnicamente racchiude in sé due contratti. Da un lato, vi è il contratto di opzione, ossia il contratto-veicolo che mira ad agevolare la stipula del contratto principale; dall'altro vi è il contratto principale medesimo, ossia il contratto che si presenta in corso di formazione e di cui esiste la sola proposta irrevocabile (11).

Nell'opzione di compravendita di un immobile, ad esempio, il contratto di opzione è il contratto preparatorio concluso e vincolante fra concedente ed oblato; per contro, il contratto di compravendita in sé è il contratto solo proposto irrevocabilmente dal concedente a beneficio dell'oblato. Esso produrrà effetti traslativi *ex nunc* se e quando avrà luogo l'accettazione dell'oblato. Più nel dettaglio, è stato correttamente rilevato come a mezzo dell'opzione si veicoli e si attribuisca all'oblato il potere di decidere sulla stipula e sulla conclusione di un contratto futuro (12).

In estrema sintesi, può osservarsi come attraverso il patto di opzione una parte (“concedente”) attribuisca ad un'altra parte (“oblato”) il diritto di perfezionare e, così, far nascere il rapporto contrattuale finale mediante una propria dichiarazione unilaterale e recettizia di volontà.

La dottrina civilistica di regola distingue lo status giuridico che sorge in capo al concedente ed all'oblato in seguito alla stipula del contratto di opzione. Il primo verte in uno stato di “soggezione giuridica” per tutta la durata (c.d. termine) del patto di opzione stesso; il secondo beneficerà di un vero e proprio diritto potestativo.

L'indicato stato di soggezione ben si manifesta nell'accessoria condotta astensiva cui il concedente è obbligato, mirante a garantire la positiva conclusione del contratto definitivo (ad esempio, il concedente - per tutta la durata dell'opzione immobiliare - dovrà astenersi dall'alienare a terzi l'immobile opzionato); con efficace sintesi, è stato osservato come si tratti di

una obbligazione negativa “il cui inadempimento non è opponibile a terzi che ne abbiano tratto vantaggio e produce solo l'obbligo del risarcimento a carico del promittente/oblato inadempiente” (13).

La natura dell'opzione è indiscutibilmente bilaterale ed in ciò si differenzia dalla semplice proposta irrevocabile *ex art.* 1329 c.c.

L'opzione può veicolare contratti principali di differente tipo, aventi effetti obbligatori o anche reali, primo fra tutti la compravendita.

L'opzione è senza dubbio la figura preparatoria che ha avuto maggiore diffusione nel mondo degli affari (forse a pari merito con il contratto preliminare nel settore immobiliare). Questo successo è dovuto al fatto che la conclusione del negozio principale passa attraverso la semplice manifestazione di volontà dell'oblato, ivi compreso - ove presente - l'effetto traslativo del bene principale, il tutto senza che sia necessaria (al contrario di ciò che avviene nel rapporto fra contratto preliminare e definitivo) una nuova manifestazione del consenso dei contraenti.

Fatta questa sommaria ricostruzione dei tratti strutturali dell'istituto (14), come accennato, è a mio avviso fondamentale operare una distinzione fra lo schema giuridico dell'opzione di vendita in ambito immobiliare ed in ambito societario.

Questo passaggio è dirimente al fine di eliminare in radice alcune ambiguità semantiche che contraddistinguono il mondo delle opzioni in campo societario. In ambito immobiliare, la struttura negoziale di ciò che gli operatori di settore (in particolare i notai) chiamano “opzione di vendita” o “patto di opzione di compravendita” è di regola così articolata:

a) il ruolo del “concedente” è attribuito a colui il quale è in quel momento proprietario del bene immobile;

b) il ruolo dell'“oblato” è ricoperto da colui il quale è intenzionato ad acquistare il bene immobile;

Esemplificando, quindi, con il patto di opzione di vendita immobiliare, Tizio (concedente/proprietario) è vincolato irrevocabilmente per periodo di tempo a vendere a Caio (oblato/non proprietario) per un corrispettivo prefissato ed a condizioni pre individuate. A ciò si aggiungono - di regola - alcune obbligazioni negative accessorie gravanti sul

(10) Cfr. la dottrina classica G. Mirabelli, *Dei contratti in generale*, in *Comm. cod. civ.*, IV, Torino, 1987, 82 e G. Tamburrino, *Patto d'opzione*, in *Noviss. Dig. it.*, XII, Torino, 1965, 727.

(11) Cfr. A. Chianale, *Opzione*, in *Dig. disc. priv.*, XIII, Torino, 1995, 140 ss.

(12) R. Scognamiglio, *Dei contratti in generale*, Artt. 1321-1352, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja - G. Branca, Bologna - Roma, 1970, 46.

(13) Cfr. M. C. Diener, *Il contratto in generale*, Milano, 2002, 158 ss.

(14) Sul tema ormai sviluppato della non necessità di un corrispettivo per l'opzione, mi sia consentito il rinvio a P. Divizia, *Patto di opzione “con onerosità non apparente”*. *Rielaborazione del concetto di opzione senza corrispettivo nell'ottica notarile*, in *Vita notarile*, 2009, 3, 1699-1713.

concedente, quali ad es. l'obbligo di non alienare a terzi e di non iscrivere ipoteca sul cespite.

Indiscutibilmente, in questo caso, è il proprietario del bene a vertere in uno stato di soggezione. Specularmente, Caio (oblato/non proprietario) acquista il diritto potestativo a divenire proprietario del bene con la manifestazione del suo solo consenso.

Questo è lo schema contrattuale di regola (lo si ripete, di regola) utilizzato nel mondo della contrattazione immobiliare; in questo contesto, anticipando un tema di seguito analizzato, la causa concreta del negozio è senza dubbio quella di agevolare la realizzazione dell'effetto traslativo della proprietà del bene immobile da chi è già proprietario a chi è intenzionato a divenire proprietario.

3. Differente struttura dell'opzione traslativa di partecipazioni sociali

La capillare diffusione nel mondo societario delle opzioni traslative di partecipazioni sociali è un dato di fatto.

Proprio nell'ambito societario, però, si è creata una duplice ambiguità semantica in ordine al ricorso allo strumento dell'opzione, la quale - pur continuandosi a definire come "opzione di vendita" - viene declinata alternativamente nella variante "put" o nella variante "call".

Oltre ad un problema semantico derivante dall'utilizzo del concetto di opzione di vendita in entrambe le varianti "put" e "call" (15), l'operatore societario ricorre allo strumento dell'opzione (in particolare nel contesto parasociale) sovrapponendo i concetti di causa astratta e causa concreta del negozio.

Provo a sviluppare queste osservazioni.

A. L'ambiguità semantica

Per dirimere ogni ambiguità semantica del concetto di opzione di vendita di partecipazioni societarie, è a mio avviso importante distinguere quanto segue:

OPZIONE PUT

Mentre nell'opzione immobiliare l'idea di vendita è vista nella prospettiva del concedente (ossia di colui che ha la titolarità dell'immobile), al contrario l'idea rappresentata dal verbo "put" (ossia di vendita) è vista dalla prospettiva dell'oblato, ossia del soggetto cui viene attribuita la facoltà di vendere (e con ciò far acquistare) la partecipazione opzionata.

In questo meccanismo negoziale (a differenza dell'opzione di vendita immobiliare) colui il quale è già proprietario di un pacchetto di azioni assume in questo contesto il ruolo di "oblato" ed ha lui la facoltà di vendere le proprie azioni ad un certo prezzo stabilito entro un determinato termine.

Il soggetto che concede l'opzione ("concedente") attribuisce un diritto di vendita a beneficio dell'oblato e verte così in stato di soggezione. Se l'opzione "put" viene esercitata nel termine pattuito, infatti, sarà il concedente ad essere irrevocabilmente vincolato ad acquistare.

Rispetto all'opzione di vendita immobiliare, la prospettiva è capovolta perché il concedente offre all'oblato il diritto a che il primo acquisti il pacchetto azionario detenuto dal secondo.

A fronte dell'esercizio di un'opzione put, quindi, l'oblato, ossia colui che è stato in precedenza destinatario dell'opzione, dismette la propria partecipazione. Nell'opzione di vendita immobiliare, comunemente intesa, invece, se l'opzione viene esercitata l'oblato diviene proprietario dell'immobile.

Qui risiede l'ambiguità lessicale cui facevo cenno.

Mutuando la terminologia dalla disciplina finanziaria, ancora più semplicemente può osservarsi come chi compra un'opzione put (ossia il beneficiario/oblato, nella terminologia civilistica), di fatto acquista il diritto di vendere ad uno *strike price* pre-determinato (prezzo di realizzo) un determinato ammontare di azioni.

Il diritto di vendita (put) è quindi nella titolarità dell'oblato (16).

Passiamo ora alle finalità dell'opzione put. Lo scopo "ordinario" dell'opzione put è quello di permettere ad uno dei soci di dismettere la propria partecipazione dopo un certo periodo di tempo (si ripete in questo frangente, quest'ultimo socio ricopre la veste di destinatario dell'opzione). Questo è il caso del socio che fin dall'inizio aveva programmato una permanenza "temporanea" in società ovvero è il caso del socio che - dopo aver già venduto una parte della propria partecipazione al capitale sociale, con ciò passando da socio di maggioranza a socio di minoranza - si voglia riservare il diritto "di uscire" a suo piacimento dalla compagine sociale, liquidando con ciò la propria partecipazione.

(15) A riprova di ciò nella sua opera monografica D. Proverbio (*I patti parasociali*, Milano, 2010, 106) chiama opzione call una struttura negoziale che altri Autori (R. Favale, *Opzione*, in P. Schlesinger - F.D. Busnelli (a cura di), *Il codice*

civile commentato, Milano, 2009, 167-168) qualificano come opzione put.

(16) Dal punto di vista lessicale, è forse più intuitivo parlare non già di un diritto di vendere, bensì di un diritto a far acquistare a prezzo prefissato.

Affinché il patto di opzione sia valido, esso dovrà contenere tutti gli elementi del contratto di compravendita. In particolare, dal punto di vista redazionale, è importante concentrarsi sul prezzo della partecipazione opzionata.

Due le alternative tecniche più frequenti:

- a) la predeterminazione di un prezzo certo, prefissato all'atto della stipula del patto (17);
- b) l'accordo su un metodo di calcolo del prezzo stesso, facente riferimento ad un valore di mercato della partecipazione al momento di esercizio dell'opzione stessa (18) e con contestuale nomina di un terzo arbitratore *ex art.* 1349 c.c. (di regola una banca d'affari o un professionista del settore).

OPZIONE CALL

Il concetto di "call" (ossia di acquisto) è invece visto dalla prospettiva del concedente. Con l'opzione call, il concedente, che è il proprietario delle azioni opzionate, concede all'oblato un diritto di acquisto delle stesse ad un prezzo predeterminato. In questo modo, il concedente è irrevocabilmente obbligato a vendere, mentre l'oblato (destinatario dell'offerta) matura in capo a sé un diritto potestativo consistente nella facoltà di scegliere se acquistare o meno ad un prezzo pre-fissato.

L'acquisto di un'opzione call attribuisce dunque al compratore dell'opzione la facoltà di acquistare, da colui che ha concesso l'opzione, un pacchetto azionario sottostante (sempre ad un certo prezzo ed a certe condizioni); va quindi detto che colui che concede l'opzione "oggi" assumerà "domani", cioè all'atto di esercizio dell'opzione call, la veste di venditore.

Le considerazioni già sviluppate per l'opzione put in termini di prezzo di acquisto, lasso temporale di esercizio e modalità si devono intendere qui integralmente richiamate (19).

Finalità "ordinaria" dell'opzione call è quella di permettere al socio destinatario dell'opzione (cioè

l'oblato) di incrementare la propria partecipazione, mediante l'esercizio del call (cioè dell'acquisto). Di regola, si tratta di un socio che è entrato nella compagine sociale e, in sede di acquisto di questa prima *tranche* di partecipazione al capitale sociale, si è voluto riservare - nei confronti dei danti causa / soci originari - il diritto di acquistare la residua parte. In altre parole, l'investitore che entra in società conclude un duplice contratto con i soci già presenti nella compagine sociale: a) un contratto principale di acquisto (con effetti traslativi immediati) di una prima parte del capitale sociale; b) un patto parasociale contenente un'opzione call in suo favore (in cui i soci originari ricoprono la veste di concedenti, mentre il nuovo socio quella di oblato).

La dottrina evidenzia di regola una finalità "ulteriore" della opzione call, insita nella creazione di uno strumento volto a realizzare un progressivo *squeez out* delle minoranze.

Così strutturata, la clausola indiscutibilmente mira ad una alterazione degli assetti societari e non già ad una loro conservazione; con questa formulazione e con questa attribuzione dei ruoli ai vari attori societari (soci originari/concedenti, nuovo investitore/oblato) l'opzione call è sicuramente classificabile come patto parasociale non codificato e teleologicamente atipico (dunque Categoria sub c) dello schema da me sopra proposto).

Quanto detto però non deve valere come assunto teorico assoluto.

Il polimorfismo causale (20) dell'opzione call e la sua riconducibilità astratta nel novero dei patti teleologicamente tipizzati, ossia quelli miranti a garantire la stabilizzazione degli *asset* societari *ex art.* 2341 *bis* c.c., può essere ben dimostrata attraverso una semplice operazione. Ossia, attraverso l'inversione dei ruoli degli attori. Questo è il caso in cui il destinatario dell'opzione call sia quello che, in un primo

(17) Sia consentito qui un approfondimento. La predeterminazione del prezzo può creare di fatto, al momento dell'esercizio, tre situazioni differenti: a) opzione put *in the money* (in cui cioè il prezzo di mercato è inferiore al prezzo di esercizio, ossia di realizzo della vendita); b) *at the money* (in cui vi è una sostanziale equivalenza di valori); c) *out of the money* (in cui il prezzo di mercato è superiore a quello prefissato di esercizio dell'opzione di vendita). Per l'oblato, quando l'opzione put è "in the money" l'esercizio dell'opzione di vendita è conveniente, in quanto il guadagno lordo è pari al saldo di differenza fra il prezzo di esercizio (ad es., 100) ed il prezzo di mercato (ad es., 80). In questo caso, al fine di prevenire il rischio che uno dei paciscenti possa chiedere la risoluzione dell'accordo per eccessiva onerosità sopravvenuta, è opportuno attribuire pattiziamente una espressa valenza aleatoria al patto stesso, di talché vengano esclusi gli effetti di cui all'art. 1469 c.c.; sul tema, di maggiore interesse forense, dei rapporti fra opzione put, contratto aleatorio/commutativo e risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta si rinvia al commento ed alla raccolta

giurisprudenziale operata da A. Stabellini, *Osservatorio di giurisprudenza di merito*, in *Società*, 2014, 4, 482-486 (in particolare Tribunale di Milano 30 gennaio 2014, in tema di oscillazione dello *strike price* quale elemento implicitamente considerato dai contraenti di un'opzione put).

(18) Anche sul termine di esercizio, si suole operare nell'ambito finanziario una distinzione, mutuabile peraltro anche in ambito civilistico se richiesto dalle parti. L'esercizio dell'opzione può essere limitato solo alla data di scadenza del termine (opzione put europea), ovvero può essere consentito in ogni momento pendente il termine di scadenza (opzione put americana).

(19) Ad esempio, quando l'opzione si presenta "in the money" l'esercizio del call sarà sempre conveniente.

(20) Mi sia permesso mutuare questa efficace espressione già da tempo utilizzata, ad altri fini, da un autorevole collega (F. Magliulo, *La legittima quale attribuzione patrimoniale policausale. Contributo ad una moderna teoria della successione necessaria*, in *Riv. not.*, 2010, 3, 533 ss.).

momento, ha ridotto la propria partecipazione al capitale sociale vendendone una parte al nuovo investitore. In questo contesto “capovolto”, il soggetto (che prima ha indebolito il proprio ruolo in società) acquista una opzione call, divenendo così oblatore, al fine di poter ri-comprare, a sua discrezione, la partecipazione prima dismessa.

Questa situazione si profila qualora il socio storico sia costretto ad affrontare un temporaneo periodo di crisi finanziaria. In tal caso, l'ingresso del nuovo partner avviene attraverso una vendita con pagamento contestuale (aspetto che consente al socio storico di far fronte alla crisi di liquidità), cui fa seguito la concessione di una opzione call, avente ad oggetto la partecipazione testé acquistata, in favore del venditore. In parole più semplici, colui il quale oggi vende, si riserva un finestra temporale in cui - superata la crisi di liquidità - potrà decidere di rientrare in gioco, ripristinando gli equilibri originari.

Vi è un'ulteriore variante, rappresentata dalla crisi di liquidità non già del socio bensì della società stessa. In questo caso la sequenza delle operazioni è più complessa, ma il fine è il medesimo. Essa è così sintetizzabile:

- a) la società delibera un aumento di capitale a titolo oneroso, con contestuale esclusione del diritto di opzione (*ex art. 2441, comma 5, c.c.*), da offrirsi ad un terzo pre-individuato;
- b) il terzo perfeziona l'ingresso in società mediante la sottoscrizione della *tranche* di aumento a lui dedicata, con contestuale versamento della quota capitale e del sovrapprezzo;
- c) contestualmente alla sottoscrizione dell'aumento, lo stesso terzo concede un'opzione call di acquisto alla società avente ad oggetto la stessa partecipazione di nuova emissione sottoscritta (in caso di esercizio dell'opzione call, la società acquisirà azioni proprie, nel rispetto dei limiti di legge - opzione valida anche per le quote nella sola s.r.l. start up innovativa *ex deroga all'art. 2474 c.c.*).

Quanto descritto dimostra, a mio avviso, come lo stesso strumento negoziale, indiscutibilmente non codificato *ex art. 2341 bis c.c.*, possa svolgere ad un tempo:

- una finalità di destabilizzazione (Categoria sub c);
- ovvero di consolidamento (Categoria sub b) degli assetti proprietari della società.

Pertanto, ai fini classificatori sopra esposti, non potrà prescindersi da una valutazione caso per caso delle finalità realmente perseguite dai paciscenti.

OPZIONI PUT E CALL RECIPROCHE

Frequente è poi la combinazione delle opzioni put e call nel contesto del medesimo patto parasociale. Esse possono essere oggetto di una concessione autonoma ed indipendente (riguardano solo alcuni profili del patto) oppure possono essere oggetto di una concessione “incrociata” o “reciproca” (21).

In un'ipotesi di due soci Tizio e Caio, ad esempio, Tizio concede a Caio un'opzione put e, al contempo, Tizio è beneficiario di un'opzione call.

A. Sequenza PUT/CALL

Nella prospettiva di Tizio, ossia di colui che concede l'opzione put ed è beneficiario dell'opzione call, si delinea come risultato finale la fuoriuscita del socio Caio dalla compagine sociale. Tuttavia, si tratta di uno *squeeze out* “temperato” dal fatto che la finestra temporale di esercizio del call è solo successiva alla finestra temporale dell'opzione put (la quale ultima, se esercitata, determina l'exit di Caio, ma sulla base di una sua scelta).

B. Sequenza CALL/PUT

La concessione di opzioni reciproche può assumere anche una finalità capovolta. Nella prospettiva di Caio, che è concedente della call e destinatario della put, ferma restando la rilevante importanza del valore di realizzo dell'opzione, come risultato finale si realizza l'acquisto della propria partecipazione da parte dell'altro socio Tizio. In questo caso, però, la finestra temporale di efficacia dell'opzione put normalmente seguirà il periodo di efficacia dell'opzione call.

Va osservato, però, che alla concessione della doppia opzione farà sempre seguito un unico trasferimento.

B. La prevalenza della causa concreta sulla causa astratta

Rinunciando sin d'ora a qualsiasi pretesa di analisi dogmatica del tema della causa del contratto, mi sento di affermare però come, dall'analisi quotidiana di patti parasociali (più o meno articolati e riguardanti forme societarie più o meno complesse), si possa riconoscere una netta affermazione fra gli operatori dell'idea di causa c.d. concreta.

Secondo i sostenitori della c.d. causa astratta, essa si dovrebbe identificare nel fondamento di ciascuna singola attribuzione dedotta nel sinallagma contrattuale e rispetto a ciò dovrebbe essere estraneo ogni elemento psicologico, soggettivo e finalistico assunto dai contraenti. In altri termini, la causa del negozio giuridico dovrebbe identificarsi con la oggettiva funzione in sé del negozio.

(21) Sul tema si veda G. Sbisà, *Dei patti parasociali. Art. 2341-bis c.c., cit.*, 241-242.

Ove si seguisse questa tesi, le opzioni societarie in commento avrebbero come causa *ex se* (appunto, causa astratta) la mera preparazione di un effetto traslativo, ossia un cambiamento di titolarità soggettiva.

A questa concezione, si contrappone una lettura “concreta” e teleologica dell’essenza causale (22). In altre parole, la causa *ex se* si indentificherebbe nella funzione economico-sociale del contratto, con ciò cogliendo lo scopo e la finalità ultima per cui le parti si obbligano fra di loro.

Così ragionando, il patto di opzione (sia “put” che “call”) dovrebbe essere valutato in sé e per sé, per la funzione concreta che esso svolge e proprio attraverso l’analisi di detta funzione concreta dovrebbe svilupparsi quella valutazione di meritevolezza, in base alla quale l’ordinamento subordina l’ingresso di schemi negoziali non tipizzati.

L’analisi della causa in senso concreto, intesa come sindacato operato caso per caso circa l’effettivo intento dei contraenti, diviene quindi centrale nell’ambito delle opzioni “put” e “call”, la cui essenza va ben oltre la mera preparazione ed agevolazione di un passaggio traslativo di titolarità.

E questo lo si comprende bene analizzando le finalità “ulteriori” che a livello parasociale si cerca di perseguire con dette opzioni.

Alcune finalità operative delle clausole in commento sono già state evidenziate. Un distinto ed ulteriore profilo di indagine è rappresentato dall’utilizzo di dette opzioni in ambito parasociale quali strumento di uscita dalla compagine societaria, ora nella variante della c.d. uscita volontaria (c.d. *exit attivo*, attraverso un’opzione put) ora nella variante della c. d. uscita forzata od estromissione (c.d. *exit passivo*, attraverso un’opzione call) (23).

Uno strumento utile all’analisi della causa concreta è rappresentato dallo studio dei cc.dd. “*triggering events*”, ossia quei fatti, quegli eventi sopravvenuti che le parti nell’accordo parasociale, d’accordo fra loro, pre-individuano come ostativi alla prosecuzione del rapporto sociale (al contempo evitandosi però lo scioglimento della società in sé). Per mera

esemplificazione, la casistica individua detti eventi “di rottura” in ipotesi di sottoposizione di un paciscente a fallimento o procedura concorsuale, ovvero superamento di una certa soglia di possidenza azionaria (24), ovvero ancora cambio del controllo della società.

Ecco dunque che la causa concreta delle opzioni put e call viene ad individuarsi nella “gestione” di tali eventi e nella soluzione delle conseguenze da essi derivanti. In altre parole, l’effetto traslativo di una o più partecipazioni non costituisce l’effetto finale voluto dalle parti, bensì un mero strumento tecnico, un passaggio procedimentale.

È dunque evidente la differenza rispetto al mondo della contrattualistica immobiliare, in cui l’opzione di vendita si limita a realizzare nel modo più rapido ed efficace per l’appunto il solo cambio di titolarità del cespite.

4. Ipotesi di exit forzata e limite del prezzo “vile”

Come accennato, le opzioni put e call possono essere calate in un patto parasociale di più ampio respiro come strumento di coazione di obbligazioni assunte dai paciscenti.

Le formulazioni possono essere declinate in vario modo, ma il tratto saliente resta il medesimo: il socio non inadempiente - per il tramite dell’opzione - si riserva, a fronte dell’inadempimento da parte dell’altro socio di una o più pattuizioni parasociali, il diritto di acquistare le azioni di quest’ultimo (25) ovvero di vendergli le proprie.

Dal punto di vista redazionale, il fulcro della tutela ruota intorno alla fissazione dello *strike price*. Il prezzo di vendita o di acquisto, infatti, veicola in sé la sanzione patrimoniale da infliggere al soggetto passivo dell’opzione (resosi inadempiente di un’obbligazione parasociale).

Particolare attenzione deve essere dedicata al profilo dell’opzione di vendita a prezzo vile, ossia un prezzo pre-concordato che sia più basso del valore di mercato. In questo caso, il soggetto che vende, da un lato,

(22) Cfr. Cass. 7 maggio 2014, n. 9846, in *Società*, 2015, 162, in cui si afferma quanto segue “il patto parasociale finalizzato al risanamento aziendale può essere risolto per inadempimento, se i soci non provvedono all’ingresso di nuovi capitali, integrandone detto risanamento *la causa concreta* (e non in un mero motivo giuridicamente irrilevante), *quale scopo economico-pratico dell’accordo* [corsivo aggiunto, ndr], come non limitato alla *governance* societaria, ma esteso ad un progetto più ampio di rilancio dell’attività industriale della società oggetto (e beneficiaria) degli impegni parasociali”.

(23) Cfr. A. Benussi, *Considerazioni in ordine all’estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca (a cura di), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Torino, 2011, 70.

(24) Fra gli esempi più noti vi è il patto parasociale fra la famiglia Sensi e Banca di Roma avente ad oggetto le azioni della Compagnia Italtipetroli S.p.A. (la quale indirettamente controllava la AS Roma S.p.A. quotata), cfr. sul punto E. Panzarini, *Il contratto di opzione*, Milano, 2007, 291.

(25) Soluzione tecnica difficilmente percorribile a fronte dell’avvenuto inadempimento di un sindacato di blocco.

fuoriesce dalla compagine sociale e, dall'altro, non ottiene quel ristoro economico rappresentato dal c.d. FMV (*fair market value*).

Come ampiamente analizzato in una mia precedente monografia (26), l'assenza di un *floor* minimo di realizzo rischia di trasformare l'esercizio dell'opzione di vendita in una ipotesi di larvata espropriazione della partecipazione, al di fuori dei casi di legge (27). Ci si può dunque chiedere se la predisposizione di un prezzo vile (e dunque inferiore a quel valore *fair* che di regola coincide il valore da attribuirsi alla partecipazione in sede di recesso *ex art. 2437 ter c.c.*) possa determinare la nullità della pattuizione.

A mio avviso, la predeterminazione di un prezzo vile di realizzo non costituisce in alcun modo causa di nullità della clausola qualora essa sia posizionata in un patto parasociale.

Partendo dal presupposto che il tema dell'equa valorizzazione della partecipazione sociale rientri nell'ambito dei cc.dd. diritti disponibili (afferendo a profili meramente patrimoniali), ritengo che la scelta dei paciscenti di adottare un'opzione put priva di *floor* minimo di valorizzazione sia valida ed operativa solo nei loro confronti. Del tutto indifferenti restano, quindi, gli eventuali futuri aventi causa, i quali dovranno espressamente aderire al patto parasociale qualora vogliano assoggettarsi a questa valorizzazione "non equa".

Più in generale, ritengo dunque che in un contesto parasociale sia possibile rinunciare a qualsiasi temperamento negoziale, in ossequio ad un principio di auto-responsabilità e libera disponibilità della posizione patrimoniale di ciascun individuo. In altre parole, la rinuncia al correttivo del *floor* minimo pari al FMV sarà frutto di una scelta libera dell'aderente al patto, non opponibile a terzi e non trasmissibile *ex se* a successivi aventi causa, anche a titolo successorio.

5. Opzione put e patto leonino. Il problema delle opzioni di vendita a prezzo fisso

Problema di grande attualità è infine quello dei rapporti fra opzione put con prezzo di realizzo fisso e divieto di patto leonino *ex art. 2265 c.c.*

L'opzione put interessata da questa specifica disamina è costruita secondo un modello giuridico che viene gergalmente definito come patto "di futuro rilievo" o "patto di retrocessione"; essa è tecnicamente un'opzione di put di ri-vendita così strutturata:

a) da un lato, vi sono i soci originari, concedenti l'opzione put in esame;

b) dall'altro, vi sono i soci nuovi, che assumono la veste di oblati o destinatari dell'opzione. Prima fase: i primi, ossia i soci originari, cedono - a favore dei nuovi - parte del capitale sociale, attraverso lo schema della cessione di azioni già emesse (e dai soci originari detenute) ovvero secondo la variante più elaborata dell'aumento di capitale dedicata ai nuovi (comportante la diluzione della partecipazione al capitale sociale dei concedenti medesimi) (28).

Seconda fase: contestualmente all'acquisto delle azioni da parte dei nuovi soci, i soci originari concedono un'opzione put di ri-vendita. I soci nuovi, in veste di oblati, acquisiscono il diritto di vendere le partecipazioni testé acquistate ad un prezzo predeterminato (29) proprio in favore dei soci originari, i quali - in caso di esercizio dell'opzione da parte dei nuovi - tecnicamente vedrebbero retrocesse le azioni in passato cedute (o assegnate ai nuovi in sede di aumento loro dedicato).

Il dubbio in ordine alla presunta violazione dell'art. 2265 c.c. risiede nel fatto che i soci nuovi (ossia quelli che sono da poco entrati in società) avrebbero una sicura *way out* dalla società, con la garanzia di realizzare un prezzo predeterminato (di regola pari a quanto hanno versato per entrate in società, con una maggiorazione percentuale), *a prescindere dall'andamento* della stessa. In altre parole, la garanzia del prezzo fisso di ri-acquisto, garantito loro dai soci originari che concedono l'opzione put in esame, metterebbe di fatto i soci nuovi al riparo da ogni perdita, con sostanziale violazione del ben noto patto leonino.

L'asserita violazione del patto leonino celerebbe una violazione ancora più grave, consistente nell'alterazione del concetto stesso di partecipazione ad una struttura societaria *ex art. 2247 c.c.*

(26) P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, Milano, 2013, 215 ss.

(27) L'art. 42 Cost. dispone, infatti, in materia di espropriazione una riserva di legge; sul tema si rinvia a R. Guastini, voce *Legge (riserva di)*, in *Digesto pubbl.*, Torino, 1994, IX, 163 ss.

(28) Questa è la variante procedimentale affrontata dal Trib. Firenze 16 luglio 2015, in *Società*, 2016, 3, 286 ss., con nota di C. Di Bitonto.

(29) Si segnala anche la c.d. variante "a consuntivo", ossia un prezzo determinabile al momento dell'esercizio dell'opzione, in cui si ricomprende non solo l'originario prezzo di acquisto delle partecipazioni oggetto dell'opzione (maggiorate del saggio di interesse negoziato), ma altresì ogni ulteriore voce di spesa sostenuta *medio tempore* dall'opzionario per aumenti di capitale, finanziamenti ed altri apporti a fondo perduto; sul tema, cfr. F. Delfini, *Opzioni put con prezzo determinato "a consuntivo"*, *arbitraggio della parte e nullità*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 741.

Il tema vero da affrontare dovrebbe essere, a mio avviso, quello di comprendere se il socio nuovo, a fronte di questa opzione put concessa in proprio favore, possa ancora definirsi “stabile membro di una compagine societaria”. A ben vedere, infatti, sottesa al rispetto del patto leonino, vi dovrebbe essere una inderogabile esigenza dell’ordinamento giuridico a che sia conservato un rapporto diretto fra rischio e condotta in capo al socio. In altre parole, l’assicurazione di una way out in capo ad alcuni soci a prezzo fisso determinerebbe *de facto* una loro de-responsabilizzazione totale rispetto alla gestione della società ed al suo bilancio.

La giurisprudenza è talmente sensibile al tema che, sin dalla risalente e fondamentale decisione del 1994 sul caso Laminatoio di Buttrio (30), ha ritenuto pacificamente estensibile la portata del divieto di cui all’art. 2265 c.c. (si badi bene, dettato per le pattuizioni sociali delle società di persone) non solo al reticolato statutario delle società di capitali, ma anche agli accordi parasociali.

Data per acquisita la portata applicativa dell’art. 2265 c.c. agli accordi parasociali contenenti opzioni put a prezzo prefissato, e rinviando ad altri recenti contributi la disamina dell’evoluzione giurisprudenziale di merito sul tema specifico (31), in un’ottica anche notarile mi sembra più proficuo evidenziare alcune linee-guida redazionali della clausola affinché l’opzione sia tendenzialmente messa al riparo dall’asserita censura di nullità:

A. Il limite temporale (cioè la non costante esclusione dal rischio perdite)

L’opzione *put* per definizione deve prevedere una finestra temporale di esercitabilità. Può quindi affermarsi che il lasso temporale di ipotetica de-responsabilizzazione del socio dal rischio perdite si presenta *per tabulas* circoscritto. La fissazione di un termine di esercizio dell’opzione breve e certo (ancorché libero come nello schema del put option americane) dovrebbe mettere al riparo da qualsiasi censura di nullità ex art. 2265 c.c. A tale riguardo, la nota decisione di legittimità del 1994 esclude dalla portata del divieto forme di limitazione del rischio circoscritte in un lasso di tempo breve (32).

Conseguentemente, va sconsigliata, a livello redazionale, la parificazione della finestra temporale di esercizio dell’opzione con la durata in sé della società. Del pari ammissibili sono le varianti redazionali in cui l’esercitabilità o meno dell’opzione (e dunque di riflesso la partecipazione o meno ad eventuali perdite) siano ancorate, per il tramite di meccanismi condizionali risolutivi o sospensivi, “al verificarsi di eventi giuridicamente rilevanti” (33).

B. La fissazione di un prezzo congruo (cioè la non assoluta esclusione del rischio perdite)

La violazione del patto leonino passa attraverso una assoluta esclusione di uno o più soci dal rischio perdite.

In conseguenza di ciò, la fissazione di un prezzo congruo di vendita dovrebbe essere di un certo rilievo. Seppure il tema del prezzo sia stato ad oggi affrontato solo da una isolata decisione del Tribunale di Milano (34), può affermarsi come tutte le volte in cui il prezzo di esercizio dell’opzione fissato sia inferiore al prezzo di acquisto della partecipazione il rischio di violazione dell’art. 2265 c.c. sia escluso *ex se*.

Valga un esempio numerico.

Tizio vende a Caio una partecipazione azionaria per 100. Poi lo stesso Tizio concede a Caio un’opzione put a prezzo 80. Caio acquisisce così il diritto di rivendere a Tizio la partecipazione da poco comprata per il prezzo di 80. Se la società dovesse avere delle perdite e la partecipazione opzionata scendere ad un complessivo valore di mercato di 40, Caio eserciterebbe l’opzione rivendendo a Tizio ad 80 la partecipazione che altrimenti - sul libero mercato - dovrebbe “svendere” a 40.

Questo meccanismo negoziale ha permesso a Caio di uscire dalla società “limitando i danni” e circoscrivendo la propria perdita personale a 20 (cioè il differenziale fra il prezzo di acquisto originario 100 ed il prezzo di vendita a seguito dell’esercizio dell’opzione 80).

Se invece il prezzo di opzione fosse stato 100 o superiore a 100, allora sì che l’esclusione dal rischio perdite sarebbe stato di fatto annullato. Con una quotazione di mercato pari a 40, Caio avrebbe potuto

(30) Cfr. Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Società*, 1995, 178.

(31) Cfr. sul tema G. Penzo, *Itinerari della giurisprudenza*, in *Società*, 2016, 11, 1294 ss.

(32) In senso conforme, quindi per l’ammissibilità di detta opzione ancorché con termine breve di esercizio, si vedano Trib. Milano 13 settembre 2011, in *Società*, 2012, 11, 1163 e Trib. Milano 3 ottobre 2013, in *Società*, 2014, 6, 688. In senso contrario, ossia per l’irrelevanza del carattere circoscritto della limitazione temporale, si veda però App. Milano 16 febbraio 2016, n. 636, consultabile su www.ilquotidianogiuridico.it (15 aprile 2016).

(33) Cfr. Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, cit. e più recente Cass. 21 gennaio 2000, n. 642, in *Società*, 2000, 6, 697.

(34) Cfr. Trib. Milano 3 ottobre 2013, cit., 688, la cui sentenza escludeva la violazione del divieto di patto leonino in ragione dell’assenza del requisito dell’“assolutezza”, atteso che il prezzo fissato nell’opzione put era pari al 50 % del corrispettivo di acquisto originario. L’esercizio dell’opzione, ancorché a fronte di una perdita più rilevante, non avrebbe messo l’oblato al riparo *del tutto* da un nocuo momento finanziario.

ri-vendere a 100 (o superiore a 100, se così pattuito) con ciò recuperando integralmente il suo investimento iniziale.

La validità di una clausola siffatta dovrebbe passare, allora, solo sotto il profilo della circoscrizione temporale di questo canale privilegiato di uscita, al riparo da eventuali perdite.

C. La valutazione effettiva che il socio cui è garantita l'uscita a prezzo fisso possa concretamente svolgere attività gestoria o di influenza

Un ulteriore requisito per l'integrazione del divieto di cui all'art. 2265 c.c. è rappresentato dall'effettiva possibilità che il socio leone (cioè colui che ipoteticamente sarebbe messo al riparo dalle perdite) possa poi concretamente incidere sulla gestione della società.

In difetto di questo elemento di fatto, da appurarsi caso per caso, la violazione del divieto di patto leonino è solo potenziale e non può portare alla nullità del patto. Indici di rischio potranno quindi essere scorti nelle sole ipotesi di socio leone titolare della maggioranza del capitale sociale ovvero ancora socio leone di minoranza, ma dotato di particolari diritti di veto (statutari o parasociali) (35).

I profili di rischio della clausola illustrati sotto le lettere A), B) e C) debbono essere *cumulativamente* considerati affinché si possa ipotizzare un profilo di nullità *ex art.* 2265 c.c. (ovvero anche ai sensi del combinato disposto degli artt. 1344 e 2265 c.c.).

In conclusione, può osservarsi come la sola mancanza di uno dei profili sopra descritti dovrebbe indurre l'interprete a ritenere lecita la pattuizione di un'opzione put a prezzo fisso.

Questo assunto consente di avallare e sostenere la validità di quell'importante tipologia di opzioni put a prezzo vantaggioso (cioè pari a superiore al costo di ingresso sostenuto dal socio finanziatore), calate nell'ambito degli accordi parasociali di finanziamento, qualora l'esercizio del diritto sia circoscritto temporalmente in un termine certo e breve.

Si tratta di una variante redazionale di "rilevante peso economico" in cui sono coinvolti soci di controllo di una società e banche o società finanziarie. In alternativa alle ordinarie forme di accesso al credito da parte della società (finanziamento con garanzia ipotecaria o con pegno su titoli), i due soggetti sopra indicati stipulano un patto parasociale di finanziamento con cui la banca / società finanziaria acquista temporaneamente un pacchetto azionario da parte

dei soci originari, volendosi però disinteressare dei profili gestori. La tutela del finanziatore si realizza attraverso la concessione di un'opzione put di ri-acquisto "a prezzo pieno" (o meglio maggiorato da un tasso di interesse) che mette così al riparo la società finanziatrice medesima da un eventuale esito negativo di questo finanziamento "partecipativo".

Il rispetto del limite temporale della finestra di opzione e l'assoluta estraneità del soggetto finanziatore alla *governance* societaria dovrebbe, a mio avviso, mettere al riparo il patto da una censura di violazione del divieto del patto leonino; dal punto di vista tecnico, infatti, l'opzione put altro non farebbe che spostare il rischio della perdita (conseguente all'acquisizione delle partecipazioni sociali) dalla Banca (socio "di passaggio") ai soci "effettivi", ossia quelli che si adopereranno nell'investire con profitto l'apporto di risorse dato dalla banca stessa.

PATTO DI OPZIONI PUT AND CALL

intercorrente fra

(1) La società ALFA S.p.A., con sede legale in Milano,...[*analitica identificazione del primo contraente*], in persona del suo legale rappresentante, dr. CAIO, nato a Milano, il giorno ..., codice fiscale ..., munito dei necessari poteri in forza di statuto e della deliberazione del consiglio di amministrazione del ..., che si allega al presente patto sotto la lettera "A";

- da un lato -

(2) TIZIO, nato a Napoli, il ..., codice fiscale ... [i]nalitica identificazione del secondo contraente];

- dall'altro -

PREMESSE

... [*eventuale descrizione della situazione societaria di fatto esistente e che aiuta a comprendere e giustificare causalmente la stipula del patto*]

... [*eventuale descrizione degli obbiettivi societari manifestati dai contraenti*]

TUTTO CIÒ PREMESSO,

si conviene e si stipula quanto segue:

1. DEFINIZIONI ED ALLEGATI

1.1. Le premesse formano parte integrante e sostanziale del presente patto di opzioni (nb: clausola non necessaria e da alcuni ritenuta "ridondante", ma assai frequente nella contrattualistica degli studi internazionali).

1.2. Ai fini del presente patto di opzioni, in aggiunta agli altri termini e alle altre locuzioni definite altrove

(35) Il profilo in esame è poco analizzato in giurisprudenza. Si segnala per l'attenzione (parziale) a questo profilo App. Milano 17 settembre 2014, in *Società*, 2015, 5, 555.

nello stesso, le parti convengono di attribuire i seguenti significati:

- (a) “Diritto di Opzione” indica ...;
- (b) “Giorno Lavorativo” ciascun giorno di calendario, fatta eccezione per: (a) i giorni festivi e le domeniche; e (b) ... [eventuale precisazioni per sabati e giorni di chiusura delle banche];
- (c) “Partecipazione/i” / “Partecipazione/i interessata/ e da opzione” significa ...;
- (d) “Periodo di Esercizio” indica il Periodo di Esercizio del Diritto di Opzione put e call e precisamente ...;
- (e) “Prezzo di esercizio/ prezzo di vendita” indica ... [inserimento di tutte le definizioni volute dalle parti]

1.3. Sono allegati al presente patto, debitamente firmati a margine dalle parti, i seguenti documenti (gli “Allegati”):

- Allegato A ...
- Allegato B ...

2. CONDIZIONI E DURATA

2.1. L'efficacia del presente patto di opzioni è così regolato:

2.2. CONDIZIONI: ... (eventuale) (36)

2.3. TERMINI DI DURATA: ... (necessaria) (37)

3. CONCESSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE PUT

3.1. Ai sensi dell'articolo 1331 del codice civile, ALFA S.p.A. concede irrevocabilmente a TIZIO, che accetta ed acquista, il diritto potestativo di vendere alla concedente ALFA S.p.A. tutte le partecipazioni / ... parte delle partecipazioni nella misura del ...% (della quota complessivamente posseduta) interessate dalla presente opzione, come meglio descritto in Premessa, in qualunque momento / nel rispetto delle seguenti finestre temporali di esercizio dell'opzione ... per tutto il periodo di ...

3.2. Ai sensi e per gli effetti dell'articolo 1353 del codice civile, l'efficacia del Diritto di Opzione Put è sospensivamente condizionata al verificarsi: ... (inserimento della condizione, ove prevista; possibilità di

applicare la condizione anche all'opzione call, in ragione delle esigenze manifestate dalle parti)

3.3. In caso di esercizio del Diritto di Opzione Put, il prezzo complessivo di vendita delle partecipazioni interessate dall'opzione sarà pari a ... (38).

3.4. Se l'opzione “put” viene esercitata nel termine pattuito, la società ALFA S.p.A., concedente l'opzione, ha irrevocabilmente acquistato la partecipazione interessata, fatte salve le formalità notarili e pubblicitarie (39).

4. CONCESSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE CALL

4.1. Ai sensi dell'articolo 1331 del codice civile, TIZIO concede irrevocabilmente alla società ALFA S.p.A., che accetta ed acquista, il diritto potestativo di acquistare dallo stesso TIZIO, che con ciò è irrevocabilmente vincolato a vendere, tutte le partecipazioni / ... parte delle partecipazioni nella misura del ...% (della quota complessivamente posseduta) interessate dalla presente opzione, come meglio descritto in Premessa, in qualunque momento / nel rispetto delle seguenti finestre temporali di esercizio dell'opzione ... per tutto il periodo di ...

4.2. In caso di esercizio del Diritto di Opzione Call, il prezzo complessivo di vendita delle partecipazioni interessate dall'opzione sarà pari a ...

OPPURE

il prezzo complessivo di vendita dovrà essere calcolato come segue:

Prezzo Call unitario = ... (formula matematica di calcolo, convenuta fra le parti) (40)

fermo restando che:

- (a) il Prezzo Call non potrà essere inferiore a...
- (b) il Prezzo Call non potrà essere superiore a... (41)

4.3. Se l'opzione “call” viene esercitata nel termine pattuito, TIZIO, concedente l'opzione, avrà irrevocabilmente venduto, mentre l'oblato, destinatario dell'offerta ALFA S.p.A., avrà perfezionato l'acquisto, fatte salve le formalità notarili e pubblicitarie (42).

(36) Il patto di opzione (come analizzato nel Paragrafo 4 del presente contributo) può essere subordinato ad un evento condizionante. Ad esempio, l'inadempimento di una determinata obbligazione contenuta in un più ampio patto parasociale.

(37) La fissazione del termine è elemento essenziale. Per le ragioni di carattere civilistico si rinvia al Paragrafo 2 del presente contributo; per il rischio di impingere nel divieto di cui all'art. 2265 c.c. in presenza di un termine indeterminato si rinvia al Paragrafo 5.

(38) Si rinvia alle considerazioni sviluppate nel Paragrafo 4 del presente contributo in relazione alla tematica del prezzo - vile ed altresì a quanto affermato nel Paragrafo 5 con riguardo ai rapporti fra prezzo fisso e patto leonino ex art. 2265 c.c.

(39) Non escludo che nella prassi - in maniera non perfettamente conforme al disposto dell'art. 1331 c.c. - si possa formulare questo specifico comma in chiave obbligatoria (ad esempio, come

segue “Se l'opzione “put” viene esercitata nel termine pattuito, la società ALFA S.p.A., concedente l'opzione, sarà irrevocabilmente vincolata ad acquistare la partecipazione interessata.”). In detto ultimo caso, la fattispecie si avvicinerrebbe però ad un patto di opzione di preliminare.

(40) Le formule di calcolo sono molto complesse e di regola utilizzano quali fattori di misura parametri come l'EBITDA e la posizione finanziaria delle società coinvolte.

(41) Vedi nt. 38.

(42) Richiamandosi quando detto nella nota 39, si propone anche una variante obbligatoria (“Se l'opzione “call” viene esercitata nel termine pattuito, TIZIO, concedente l'opzione, sarà irrevocabilmente obbligato a vendere, mentre l'oblato, destinatario dell'offerta ALFA S.p.A., matura in capo a sé il diritto potestativo di acquisto”).

5. CORRISPETTIVO DELL'OPZIONE

5.1. Le parti riconoscono e si danno reciprocamente atto che la concessione dei diritti di opzione (put and call) sopra descritti è priva di corrispettivo espresso, e - pur configurandosi in guisa di una pattuizione avente carattere oneroso - trova giustificazione sia nel carattere sinallagmatico della concessione delle opzioni stesse, sia in un contesto più ampio di accordi, pattuizioni e relazioni intercorrenti fra le parti medesime.

6. TERMINI E MODALITÀ DELL'ESERCIZIO DI UN DIRITTO DI OPZIONE

6.1. La società ALFA S.p.A., da una parte, e TIZIO, dall'altra parte, potranno esercitare i rispettivi Diritti di Opzione loro attribuiti in forza del presente patto mediante comunicazione trasmessa all'altra Parte nelle forme previste al successivo punto 10, nel rispetto del Periodo di Esercizio di volta in volta applicabile.

7. DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI VENDITA IN CASO DI ESERCIZIO DI UN DIRITTO DI OPZIONE - CONTESTAZIONE - FIGURA DELL'ARBITRATORE

7.1. Qualora fra le parti sorga una contestazione in ordine al calcolo ed alla determinazione del prezzo di esercizio dell'opzione e, più in generale, qualora vi sia una contestazione sul prezzo medesimo, le medesime parti:

- a) conferiranno mandato congiunto ad un dottore commercialista / ad una società di revisione legale iscritta nell'apposito registro individuata con le seguenti modalità: (... precisa descrizione delle modalità desiderate dalle parti e della relativa tempistica);
- b) qualora l'arbitratore dovesse affrontare, nell'esplicazione del proprio mandato, problematiche di carattere squisitamente giuridico, si procederà come segue: ... (precisazioni, ad esempio, potrà essere scelto a supporto un Professore universitario di condivisa esperienza ovvero si potrà deferire all'arbitratore anche il compito di arbitro sul punto di diritto problematico);
- c) la determinazione dovrà pervenire entro e non oltre ... giorni dal conferimento del mandato;
- d) in caso di ritardo o impossibilità di svolgimento del compito dell'arbitratore, si conviene quanto segue: ... (specifiche pattuizioni a riguardo volute dalle parti).

7.2. La determinazione dell'Arbitratore si intenderà integrativa della volontà contrattuale delle parti, ai sensi degli articoli 1349 e 1473 del codice civile e sarà definitivamente vincolante per le parti, salvo che sia manifestamente iniqua o erronea

7.3. Per quanto ivi non espressamente disposto si rinvia alle norme del codice civile.

8. ESECUZIONE DELLA VENDITA DELLE PARTECIPAZIONI OPZIONATE

8.1. Le parti sin d'ora individuano lo studio notarile del dr. ..., con sede in ..., per lo svolgimento delle formalità di trasferimento delle partecipazioni opzionate, gli adempimenti pubblicitari conseguenti ed il pagamento del prezzo. Ogni spesa derivante da onorari notarili, tasse ed imposte eventualmente dovute in relazione all'acquisto delle Partecipazioni Opzionate è posta a carico di ... / segue come per legge.

9. SUBENTRO NEL PATTO IN CASO DI TRASFERIMENTO DELLE PARTECIPAZIONI - CESSIONE DEL PATTO

9.1. Ferma ed impregiudicata la disciplina statutaria volta per volta applicabile, qualora si verifichi un cambio di titolarità delle partecipazioni oggetto di opzione, si conviene quanto segue:

- a) trasferimento *inter vivos*: ...
- b) trasferimento *mortis causa* (se persona fisica): ...
- c) fusione/scissione (se persona giuridica): (43)

9.2. Fatta salva l'eventuale ipotesi di cessione di posizione contrattuale *mortis causa*, è fatto espresso divieto per tutte le parti di cedere, in tutto o in parte, il presente patto a terzi. È in ogni caso fatta salva la possibilità di acquisire il preventivo consenso scritto dell'altra parte alla cessione.

10. COMUNICAZIONI

10.1. Tutte le comunicazioni tra le parti previste dal presente patto o comunque relative a esso dovranno essere effettuate per iscritto, agli indirizzi di seguito indicati, nel rispetto delle seguenti modalità di trasmissione:

10.2. MODALITÀ: ... (mail certificata PEC, fax, raccomandata a/r);

10.3. INDIRIZZI: per TIZIO ...; per la società ALFA S.p.A. ...

11. RISERVATEZZA

11.1. Le parti si impegnano a mantenere strettamente confidenziale e riservata qualsiasi informazione

(43) Le varianti redazionali possono, in questo specifico frangente, essere molte. Il principio guida sottostante dovrebbe essere, a mio avviso, quello della continuità soggettiva del patto parasociale. In altre parole, la parte trasferente dovrà attivarsi e fare in modo che l'acquirente presti il proprio consenso al subentro nelle posizioni attive e passive derivanti dal patto; del pari, la parte non trasferente acconsentirà al subentro

dell'acquirente nel patto medesimo. Nelle ipotesi di subentro *mortis causa*, potrà ricorrersi agli strumenti del legato di posizione contrattuale ovvero dell'attribuzione a titolo particolare con onere (per una disamina più approfondita di questo specifico tema, sia consentito il rinvio a P. Divizia, *Circolazione della partecipazione sociale e limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Riv. not.*, 2012, 3, 615 ss.).

concernente i loro impegni relativi al presente patto.
È fatto salvo ogni obbligo inderogabile di legge.

12. CONTROVERSIE

12.1. Tutte le controversie derivanti dal presente patto o comunque relative a esso (ivi incluse quelle relative alla sua interpretazione, validità, efficacia, esecuzione e risoluzione) dovranno essere ... (precisioni in ordine alla mediazione ed alla domanda

giudiziale, oltre che del Foro eventualmente competente).

Il presente patto viene sottoscritto in ... in data ...

ALFA S.p.A.

...(sottoscrizione del dr. Caio, legale rappresentante della società)

TIZIO

...(sottoscrizione)