

Nicola De Luca

---

**IL SOCIO “LEONE”. IL  
REVIREMENT DELLA  
CASSAZIONE SU OPZIONI *PUT* A  
PREZZO DEFINITO E DIVIETO DEL  
PATTO LEONINO**

---

Estratto

**CORTE DI CASSAZIONE**

4 luglio 2018, n. 17498

Pres. SCHIRÒ - Rel. NAZZICONE

**Società - Società per azioni - Patti parasociali - Opzione put a prezzo definito - Violazione del divieto di patto leonino - Esclusione - Meritevolezza di tutela - Necessità.**

(Codice civile, artt. 1322, comma 2°; 2265).

*È lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di 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 attribuzione del diritto di vendita (c.d. put) entro un termine dato ed il corrispondente obbligo di acquisto, pur con l'aggiunta di interessi sull'importo dovuto e del rimborso di versamenti operati nelle more in favore della società (1).*

(*Omissis*). — FATTI DI CAUSA. — La DeA Partecipazioni s.p.a. ricorre, sulla base di cinque motivi, avverso la sentenza della Corte d'appello di Milano del 19 febbraio 2016, la quale ha respinto l'impugnazione della decisione del tribunale della stessa città, che ha dichiarato nullo l'accordo concluso in data 1 agosto 2007, come modificato il 23 giugno 2008, tra la medesima e la Sopaf s.p.a., perché elusivo del divieto di patto leonino di cui all'articolo 2265 cod. civ..

La corte territoriale ha ravvisato la nullità dell'accordo parasociale, il quale, nell'ambito della organizzazione di una "cordata" per l'acquisizione di Banca Bipielle Net s.p.a. (poi Banca Network Investimenti s.p.a.), concedeva alla DeA s.p.a. l'opzione put con riguardo alla partecipazione sociale rappresentativa del 14,99% del capitale sociale della banca, da esercitare entro il 31 dicembre 2008 dietro corresponsione del prezzo di acquisto delle azioni, oltre interessi e (dopo la modifica con il patto avvenuta nel 2008) gli eventuali ulteriori versamenti eseguiti a patrimonio netto. Essa ha richiamato i principi enunciati dalla corte di legittimità, i quali esigono, ai fini del giudizio di nullità, che sia stata pattuita l'esclusione assoluta e costante del socio dalla partecipazione agli utili ed alle perdite: come nella specie, posto che DeA s.p.a. avrebbe potuto votare in assemblea ogni aumento del capitale e versare qualsiasi importo senza rischio di perdite, essendo il proprio investimento destinato ad essere rimborsato interamente da Sopaf s.p.a..

Né, aggiunge la Corte del merito, sussiste un autonomo interesse meritevole di tutela ex articolo 1322 cod. civ., restando quindi l'accordo idoneo ad eludere il divieto di patto leonino. Premesso che il divieto di cui all'articolo 2265 cod. civ. può essere violato anche da un patto parasociale, la Corte d'appello ha ravvisato la causa dell'accordo nella volontà di trasferire interamente il rischio d'impresa sulla Sopaf s.p.a., sottraendo così l'altro socio da ogni rischio tipico ed ontologico nello *status socii*, con il venir meno dell'alea tipica dell'investimento finanziario, tanto da elidere ogni interesse alla gestione prudente della società ed al mantenimento del valore della partecipazione sociale, proprio per la certezza di vedersi, in ogni caso, liquidato qualsiasi esborso.

Ha concluso, pertanto, che, sebbene la funzione di scambio fosse presente nell'originario patto del 2007, contenente un'opzione put a prezzo fisso perfettamente lecita, altrettanto non può dirsi dopo la modificazione apportata con il contratto integrativo del 2008; né può essere mantenuta in vita l'opzione nella sua configurazione originaria, perché la modificazione sopraggiunta è essenziale, posto che, in difetto, la DeA s.p.a. non avrebbe consentito all'aumento del capitale sociale.

In tal modo, la Corte territoriale ha reputato assorbita ogni altra domanda.

Resiste la Sopaf s.p.a. in liquidazione con controricorso.

Le parti hanno depositato le memorie.

RAGIONI DELLA DECISIONE. — 1.1. I motivi. - Con il primo motivo, la ricorrente deduce la violazione e la falsa applicazione dell'articolo 2265 cod. civ., per avere la corte territoriale reputato la norma applicabile alla società per azioni.

Posto che l'assunzione del rischio di perdere il conferimento non costituisce, a differenza della partecipazione agli utili, un connotato indefettibile del contratto di società, come dimostra anche l'esperienza storica e comparatistica, l'articolo 2265 cod. civ. è norma eccezionale, insuscettibile di applicazione oltre i casi previsti, ai sensi dell'articolo 14 preleggi.

Né nella società azionaria sussistono le medesime esigenze che giustificano il divieto, atteso che i soci non possono essere indotti ad operazioni eccessivamente aleatorie, perché l'articolo 2380-bis cod. civ. riserva il potere gestorio in capo all'organo amministrativo; né occorre il presidio di quella disciplina contro l'eventuale conflitto di interessi tra soci esonerati ed altri soci, in quanto la s.p.a. gode di un'autonoma tutela prudenziale con le norme sul conflitto d'interessi (articoli 2373 e 2391 cod. civ.) e non sussiste, quindi, lacuna normativa.

Anzi, la riforma del 2003 ha introdotto una norma, l'articolo 2346 c.c., comma 4, che, dopo avere previsto l'assegnazione a ciascun socio di un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta, ammette che lo statuto "può prevedere una diversa assegnazione delle azioni": disposizione ampia ed interpretata nel senso della possibile creazione di partecipazioni senza conferimento, con effetti equivalenti o ancor più dirompenti rispetto al patto di esclusione totale dalle perdite.

2. Con il secondo motivo, la ricorrente deduce la violazione e la falsa applicazione dell'articolo 2265 cod. civ., per avere la corte territoriale reputato la norma applicabile ai patti parasociali.

Viceversa, il mancato coinvolgimento della società e la natura meramente esterna ed obbligatoria del patto escludono di poterlo colpire con la nullità in forza della norma organizzativa in questione.

Si tratta, infatti, solo di un patto parasociale con il quale uno dei soci si impegna a garantire ad altro socio il riacquisto delle azioni a un dato prezzo, avente causa di garanzia: ben diverso dal patto organizzativo presupposto dall'articolo 2265 cod. civ., il quale infatti parla di "esclusione" dalle perdite opponibile ai terzi, ivi compresi i creditori sociali; tanto che nessuno dubita della liceità dei contratti di copertura del rischio assunto dal socio (contratti di assicurazione, operazioni in derivati).

In ogni caso, perché possa predicarsene la nullità, il patto sociale dovrebbe essere concluso tra tutti i soci.

3. Con il terzo motivo, la ricorrente si duole della violazione e falsa applicazione degli articoli 1353, 1355 e 1362 ss. cod. civ., per avere la corte territoriale ritenuto che l'accordo *inter partes* escludesse DeA s.p.a. da ogni partecipazione alle perdite.

Se il patto leonino si può ravvisare solo in presenza di una esclusione totale e costante dalle perdite e dagli utili, e solo quando questa non integri una funzione autonoma meritevole di tutela, nella specie entrambe le condizioni mancano.

Ed invero, sotto il primo profilo (riservando il secondo al motivo seguente) non è vero che il rischio d'impresa fosse assente, posto che DeA s.p.a. avrebbe potuto decidere di non vendere, ad esempio per essere inferiore il prezzo pattuito rispetto al valore assunto dalla partecipazione sociale, o per qualsiasi altro motivo; né la scelta era condizione meramente potestativa, dipendendo da seri ed apprezzabili motivi connessi alla razionale valutazione la riguardo.

4. Con il quarto motivo, la ricorrente deduce la violazione e la falsa applicazione degli articoli 1322 e 2265 cod. civ., oltre all'omesso esame di fatto decisivo, per avere la corte territoriale ravvisato, in forza del patto, una situazione di disinteresse di DeA s.p.a. alla valorizzazione della partecipazione sociale e per non aver valutato la meritevolezza dell'interesse perseguito.

Premesso che l'esistenza di interessi rilevanti pur di altra natura al buon esito dell'andamento dell'impresa esclude di incorrere nel divieto di patto leonino, tali interessi certamente esistevano in capo a DeA s.p.a.: la convenzione fissava solo un "minimo garantito", lasciando intatto l'interesse al plusvalore; negli accordi con gli altri partecipanti alla cordata si prevedeva il reciproco impegno ad operare per la valorizzazione del capitale economico di BNI s.p.a.; questa era un'impresa bancaria vigilata e monitorata nella correttezza gestionale e nella stabilità finanziaria, onde non era indifferente ad un operatore qualificato e noto come DeA s.p.a. dismettere ogni impegno per favorire la corretta ed efficiente gestione od abbandonarsi al dissennato esercizio dei propri diritti sociali, che le avrebbe certamente arrecato pregiudizi reputazionali e di rapporti con l'autorità di vigilanza.

5. Con il quinto motivo, la ricorrente lamenta la violazione e la falsa applicazione degli articoli 1230, 1234 e 1418 cod. civ., in quanto la corte territoriale, dopo aver ritenuto nulla l'opzione nel testo modificato nel 2008, ha escluso il vigore della precedente opzione.

Trattandosi, invero, di contratto novativo reputato nullo, restava in vita l'obbligazione originaria di pagamento del c.d. prezzo base previsto con la lettera del 1 agosto 2007, secondo la domanda subordinata proposta sin dall'atto introduttivo nel giudizio di primo grado.

2.1. *Patto leonino e s.p.a.* - Il primo motivo è infondato.

L'articolo 2265 cod. civ. 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 (salvo il socio che ciò abbia pattuito *ex* articolo 2267 cod. civ. ed il socio accomandante).

La norma colpisce con la sanzione della nullità il "patto" avente ad oggetto l'esclusione da "ogni partecipazione agli utili o alle perdite" maturati dalla società.

È vero che essa menziona il “patto”, locuzione frequente specie nell’ambito della disciplina delle società personali, in cui la mancanza di personalità giuridica ed il riconoscimento — al più — di una soggettività dell’ente collettivo pongono al centro il contratto tra i soci, per tutta la vita della società: tanto che esso può essere modificato a maggioranza solo ove previsto dal contratto stesso, in caso contrario occorrendo il consenso di tutti i soci (articolo 2252 cod. civ.), e ove si richiede l’unanimità per una serie di decisioni (cfr. articolo 2272 c.c., n. 3 e articoli 2275 e 2301 cod. civ., ecc.).

Così, un “patto” *ad hoc* serve per escludere i soci non gestori dalla responsabilità per le obbligazioni sociali (articoli 2267 e 2291 cod. civ.), per derogare alla regola della distribuzione degli utili dopo l’approvazione del rendiconto (articolo 2262 cod. civ.) o alla loro assegnazione non proporzionale (articolo 2263 cod. civ.).

Laddove, nella società azionaria, l’espressione è riservata usualmente proprio ai rapporti contrattuali, non sociali (cfr. articolo 2341-*bis* c.c. e articolo 2372 c.c., comma 3), mentre assai più spesso si parla piuttosto di “statuto” (es. articoli 2346, 2348, 2349, 2365, 2380 e 2443, e numerose altre).

Nondimeno, il Collegio condivide l’orientamento maggioritario, il quale reputa l’articolo 2265 cod. civ. 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 la totale esclusione di uno o più soci — quali soggetti titolari di una quota del capitale sociale — 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 avente eventualmente altri fini, è dunque stigmatizzato dal legislatore con la comminatoria della nullità per il patto che abbia un simile risultato, in via diretta (articolo 1418 cod. civ.) o indiretta (articolo 1344 cod. civ.).

La causa del “contratto di società” è descritta nell’articolo 2247 cod. civ., il quale, accanto alla pluralità dei soci (altrimenti trattandosi di costituzione unilaterale, pur ammessa per la s.p.a. e per la s.r.l., dove permane però la potenziale pluralità dei componenti), richiede il conferimento “di beni o servizi per l’esercizio in comune di un’attività economica allo scopo di dividerne gli utili”. La divisione delle perdite deriva implicitamente dalla situazione implicita e simmetrica in cui la società incorra in quella situazione contabile.

Ciò equivale a sostenere che il legislatore ha ammesso unicamente il contratto tipico di società — pur nei differenti schemi formali integrati da ciascun tipo sociale predisposto dalla legge — al cui modello causale i soci non possono apportare deroghe idonee a snaturarne la funzione di contratto associativo.

Non giova al riguardo il riferimento all’articolo 2346 c.c., comma 2, che secondo la ricorrente ammetterebbe persino le “azioni senza conferimento”: a tacer d’altro, tale categoria di azioni è tutt’altro che scontata nell’ordinamento, dovendo trattarsi inoltre, pur per chi l’ammetta, di un’intera “categoria” azionaria.

3. *L’opzione put a prezzo predeterminato.* - I motivi secondo, terzo e quarto vanno esaminati congiuntamente per la loro intima connessione e sono fondati.

1. *La questione.* - Essi pongono l’esigenza di verifica della figura negoziale dell’opzione *put* secondo un duplice ordine di concetti, affinché possa reggere la qualificazione d’illiceità del negozio atipico, operata dalla sentenza impugnata: da

un lato, la ricostruzione della struttura dell'accordo; dall'altro, la funzione perseguita dal medesimo.

La questione posta è se sia valido ed efficace l'accordo interno tra due soci, uno dei quali si obblighi a manlevare l'altro dalle eventuali conseguenze negative del conferimento effettuato in società, mediante l'attribuzione del diritto di vendita (c.d. *put*) entro un termine dato ed il corrispondente obbligo di acquisto della partecipazione sociale a prezzo predeterminato, anche comprensivo di somme versate nelle more alla società, il quale potrebbe, perciò, non rispecchiarne più il valore effettivo, nonché con l'aggiunta di interessi sull'importo dovuto, idonei a neutralizzare la perdita di valore del denaro medio tempore avvenuta od anche rappresentare un guadagno.

2. *La ratio del divieto di patto leonino.* - Come sopra ricordato, la ratio del divieto di patto "leonino" risiede nel preservare la purezza della *causa societatis*, cui vanno ricondotte tutte quelle diffuse opinioni secondo cui una diversa regolamentazione, tale da escludere del tutto un socio dagli utili o dalle perdite, finirebbe per contrastare con il generale interesse alla corretta amministrazione delle società, inducendo il socio a disinteressarsi della proficua gestione (anche intesa con riguardo all'esercizio dei suoi diritti amministrativi) e non "prodigarsi" per l'impresa, quando non, addirittura, a compiere attività "avventate" o "non corrette" (cfr. Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927; v. pure Cass. 22 giugno 1963, n. 1686).

Tutto ciò, tuttavia, presuppone che il patto diverso alteri questa causa e sia con esso incompatibile, e non invece che si ponga, in quanto esterno al contratto sociale, quale fondamento autonomo e distinto della decisione di conferimento di un socio in società, che tuttavia non incida sulla causa predetta.

L'esclusione dalle perdite o dagli utili, quale "situazione assoluta e costante", deve cioè riverberarsi sullo *status* del socio.

Infatti, « perché il limite all'autonomia statutaria dell'articolo 2265 cod. civ. sussista è necessario che l'esclusione dalle perdite o dagli utili costituisca una situazione assoluta e costante. Assoluta, perché il dettato normativo parla di esclusione "da ogni" partecipazione agli utili o alle perdite, per cui una partecipazione condizionata (ed alternativa rispetto all'esclusione in relazione al verificarsi, o non della condizione) esulerebbe dalla fattispecie preclusiva. Costante perché riflette la posizione, lo *status*, del socio nella compagine sociale, quale delineata nel contratto di società ».

Dunque, « l'esclusione dalle perdite o dagli utili, in quanto qualificante lo status del socio nei suoi obblighi e nei suoi diritti verso la società e la sua posizione nella compagine sociale, secondo la previsione dell'articolo 2265 cod. civ., viene integrata quando il singolo socio venga per patto statutario escluso in toto dall'una o dall'altra situazione o da entrambe » (così Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, cit.).

Tale principio, relativo alla necessità che l'esclusione dalle perdite o dagli utili sia "assoluta e costante", va ora precisato, nel senso che essa deve finire per alterare la causa societaria nei rapporti con l'ente-società, che trasla, quanto al socio interessato da quell'esonero dalla condivisione dell'esito dell'impresa collettiva, da rapporto associativo a rapporto di scambio con l'ente stesso.

La duplice aggettivazione — usata dal precedente di legittimità menzionato ed intesa ad interpretare la condizione che i soci siano esclusi da "ogni partecipazione", ossia integralmente, dagli utili o dalle perdite *ex* articolo 2265 cod. civ. — col suo riferirsi alla quantità e alla durata nel tempo dell'esonero serve, dunque,

solo ad indicare la necessaria mutazione causale, offrendo al giudice una linea-guida per l'accertamento.

L'indagine non è, allora, diretta semplicemente a verificare se siano integrati, nella specie, i due lemmi, dal contenuto alquanto generico, ma in definitiva a valutare se — proprio ciò quelle espressioni essendo intese a significare — la *causa societatis* del rapporto partecipativo del socio in questione permanga invariata nei confronti dell'ente collettivo, o se, invece, venga irrimediabilmente deviata dalla clausola che lo esonera, atteso il suo contenuto, dalla sopportazione di qualsiasi perdita risultante dal bilancio sociale (nel corso della vita della società e sino alla liquidazione del patrimonio) o lo esclude dalla divisione degli utili maturati e deliberati in distribuzione *ex* articolo 2433 cod. civ., o da entrambi, perché solo in tal caso potrà dirsi che l'articolo 2265 cod. civ. sia stato violato.

La *ratio* del divieto va, pertanto, ricondotta ad una necessaria suddivisione dei risultati dell'impresa economica, tuttavia quale tipicamente propria dell'intera compagine sociale e con rilievo reale verso l'ente collettivo; mentre nessun significato in tal senso potrà assumere il trasferimento del rischio puramente interno fra un socio e un altro socio o un terzo, allorché non alteri la struttura e la funzione del contratto sociale, né modifichi la posizione del socio in società, e dunque non abbia nessun effetto verso la società stessa: la quale continuerà ad imputare perdite ed utili alle proprie partecipazioni sociali, nel rispetto del divieto *ex* articolo 2265 cod. civ. e senza che neppure sia ravvisabile una frode alla legge *ex* articolo 1344 cod. civ., la quale richiede il perseguimento del fine vietato da parte di un negozio che persegua proprio la funzione di eludere il precetto imperativo.

3. *Valutazione di liceità e di meritevolezza e giudizio di diritto.* Se l'identificazione degli elementi di fatto dell'accordo è compito del giudice del merito, la valutazione di liceità e di meritevolezza del patto è giudizio di diritto.

Sulla portata della norma di cui all'articolo 2265 cod. civ. si è già detto.

Giova ora ricordare che, superato il riferimento all'"utilità sociale" e volendo far salva l'autonoma valutazione rispetto alla generale nozione di illiceità del contratto (l'assimilazione alla quale significherebbe sostanziale abrogazione della norma), si è individuata una specifica connotazione degli interessi "meritevoli" quale fondamento di un atto di autonomia.

Si è così distinta l'area del proibito da quella dell'"agiuridico", che si riferisce specificamente alle ipotesi di difetto di una ragione giustificativa plausibile del vincolo, il quale non merita allora tutela e non è coercibile, restando indifferente per l'ordinamento: onde il contratto non è produttivo di effetti (si parli poi di invalidità, o, più frequentemente, di inefficacia o irrilevanza giuridica) per la mancanza della ragione giustificatrice presupposta meritevole.

Come questa Corte ha osservato, la « clausola generale prevista dall'articolo 1322 cod. civ. subordina i contratti non appartenenti ad una disciplina particolare alla verifica che essi siano "diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico": il contratto discende dall'esercizio dell'autonomia privata; tale esercizio è libero; il confine di questa libertà è nella meritevolezza degli interessi perseguiti » (Cass. 10 novembre 2015, n. 22950).

A tal fine, occorre dunque procedere all'« analisi dell'interesse concretamente perseguito dalle parti nel caso di specie, cioè della ragione pratica dell'affare », dovendosi valutare l'« utilità del contratto », la sua « idoneità ad espletare

una funzione commisurata sugli interessi concretamente perseguiti dalle parti attraverso quel rapporto contrattuale » (Cass., sez. un., 6 marzo 2015, n. 4628, sul contratto preliminare di preliminare).

Che la sussunzione della fattispecie concreta sotto l'astratto ed ancorché indeterminato paradigma legislativo, operata dal giudice di merito, possa essere sottoposta al sindacato di questa Corte è affermato da lungo tempo in dottrina ed ormai recepito nella giurisprudenza di legittimità: trattasi, invero, di un giudizio di diritto, controllabile ai sensi dell'articolo 360 c.p.c., comma 1, n. 3.

Per quanto riguarda il giudizio di liceità o meritevolezza dell'interesse, ciò che rileva è l'interesse "tipico" di chi quel patto concluda: ferma la ricostruzione del contenuto del medesimo ad opera insindacabile del giudice del merito, la sussunzione del negozio nell'ambito dei contratti leciti e meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico è giudizio di diritto.

Ciò posto, tanto più quando si tratti di soggetti entrambi imprenditori, che abbiano concordato un regolamento pattizio nel pieno esercizio dell'autonomia negoziale privata, ogni intervento giudiziale *ex* articolo 1322 cod. civ. — col suo effetto d'autorità rispetto ad equilibri negoziali liberamente contrattati — non può che essere del tutto residuale.

Il controllo del giudice sul regolamento degli interessi voluto dai soggetti, se mira a limitare l'esercizio di autonomia privata, non deve però perdere di vista che il principio generale è quello della garanzia costituzionale *ex* articolo 41 Cost..

4. *Necessità di ricercare la causa concreta.* - Com'è noto, la teoria causale tradizionale, che ricostruisce la causa negoziale come funzione economico-sociale, è stata ormai superata in favore di una concezione maggiormente legata alle esigenze concrete dello specifico atto.

La nozione di "causa concreta" è stata diffusamente esposta e condivisa da questa Corte (sin da Cass. 8 maggio 2006, n. 10490, e poi da molte altre successive: es. Cass. 7 maggio 2014, n. 9846, in tema di patto parasociale finalizzato al risanamento aziendale).

Grazie alla "causa concreta", che attiene agli interessi perseguiti considerati nella loro oggettività, è possibile, pertanto, operare la qualificazione del contratto, utilizzare il criterio d'interpretazione e quello di adeguamento per il regime delle nullità totali o parziali, nonché valutare la meritevolezza dell'operazione alla stregua dell'articolo 1322 c.c., comma 2.

Questa impostazione, inoltre, appare la più adatta ad individuare la giustificazione causale proprio nei contratti complessi, nei negozi indiretti e nei collegamenti negoziali — di cui pure si è parlato con riguardo alla figura dell'opzione in esame — oltre che nei negozi astratti: ove, in definitiva, occorre valutare il risultato pratico dell'operazione posta in essere, ossia l'esistenza di un interesse, pur sempre obbiettivo, che l'atto è destinato a raggiungere e per il quale le parti, ed in particolare il disponente, si siano determinate a compierlo.

La prospettiva della causa concreta permette, così, di superare l'esigenza di ricorrere a tali ulteriori figure, posto che a cogliere l'interesse del regolamento negoziale è sufficiente ammettere che la causa, a diversi fini, debba essere rilevata e valutata in concreto: ciò inevitabilmente appannando la contrapposizione tra lo schema, pur tipico, utilizzato e la concreta realizzazione di esso.

In ipotesi di opzione *put* a prezzo preconcertato, occorre ricostruire la causa concreta del programma contrattuale, per valutare se esista, sia lecita e meritevole



di tutela: onde il patto non potrà ricadere nel divieto *ex* articolo 2265 cod. civ. e supererà positivamente il vaglio *ex* articolo 1322 cod. civ., laddove l'esclusione dalle perdite non sia strutturalmente assoluta e costante, nel senso sopra precisato, né ne integri la funzione essenziale, o causa concreta, con riguardo al complessivo regolamento negoziale.

5. *La causa dell'operazione di acquisto delle azioni con opzione put.* - Ragione pratica del meccanismo in discorso, palesatasi nel mondo degli affari, è proprio quella di finanziamento dell'impresa, anche indirettamente, mediante il finanziamento ad altro socio, nell'ambito di operazioni di alleanza strategica tra vecchi e nuovi soci.

Nel momento della costituzione della società, o quando si intenda operarne il rilancio mediante una particolare operazione economica, il contributo di ulteriori capitali, rispetto a quelli disponibili per i soci che il progetto abbiano concepito, può divenire essenziale, anche quale *condicio sine qua non* del progetto imprenditoriale programmato.

In questi casi, accanto alle molteplici forme di finanziamento dell'impresa che il legislatore e la pratica prospettano — a titolo di partecipazione al capitale di rischio (azioni privilegiate, postergate, a voto plurimo, riscattande, ecc.), di debito (mediante obbligazioni strutturate, subordinate, irredimibili *ex* articolo 2411) o con i numerosi strumenti finanziari che possono essere emessi dalla società (cfr. articolo 2346, comma 6; articolo 2447-ter, comma 1, lettera e) — non è precluso alle parti di addivenire pure a simili accordi, in cui la causa concreta è mista, in quanto associativa e di finanziamento, con la connessa funzione di garanzia assolta dalla titolarità azionaria e dalla facoltà di uscita dalla società senza la necessità di pervenire, a tal fine, alla liquidazione dell'ente.

6. *Il favor del diritto positivo per le tecniche anche atipiche di apporto all'impresa.* - È da molti sottolineata la chiara scelta legislativa, specialmente dopo la riforma del 2003, di favorire la pluralità delle tecniche di reperimento presso terzi delle risorse finalizzate a rafforzare o permettere la realizzazione di un'impresa economica collettiva, diverse dai tradizionali canali di ricorso al credito bancario.

Vengono, a tal fine, evidenziate le fattispecie dei titoli obbligazionari, para-obbligazionari e dei nuovi strumenti finanziari partecipativi (per questi ultimi, a fronte di un apporto da taluno assimilato al modello dell'associazione in partecipazione); e si noti che persino nella s.r.l. *start up* innovativa, in deroga all'articolo 2468, commi 2 e 3, è ora possibile (in base al Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221 e al Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito nella L. 24 marzo 2015, n. 33) creare categorie di quote fornite di diritti diversi sotto il profilo patrimoniale o amministrativo, come le quote postergate nelle perdite, senza voto, con diritto di voto non proporzionale o limitato a dati argomenti, oppure strumenti finanziari partecipativi forniti anche di diritti amministrativi; mentre ancora nuove forme di finanziamento sono favorite nell'ambito della soluzione delle crisi d'impresa.

Ne deriva che per gli strumenti finanziari partecipativi — come già per i diritti di pegno, usufrutto e sequestro delle azioni — si assiste ad una scissione tra rischio d'impresa e potere sull'impresa, appartenendo il secondo anche a chi il primo non sopporta.

7. *Il nesso "potere-rischio"*. - Occorre rilevare come, sebbene il divieto di patto leonino venga sovente ricondotto al rapporto "potere-rischio", che si vuole indissolubile, questo sia stato ormai messo in crisi da una pluralità di istituti, tra i quali i detti strumenti finanziari partecipativi, i c.d. prestiti "a tutto rischio" o, più in generale, da tutte quelle fattispecie, in cui esistono soggetti non soci dotati di diritti amministrativi e capaci di interloquire sul governo societario, e soci che invece non partecipano al voto (sebbene gli articoli 2346 e 2351 cod. civ. esigano che i soci conservino la priorità nel potere di gestione della società).

È vero che, nelle varieghe fattispecie ricordate, potrebbe dirsi non sempre o non interamente escluso il rapporto potere-rischio: ma tali figure vengono qui richiamate perché indicative di uno sviluppo e di una linea di tendenza dell'ordinamento che non pare corretto ignorare quale canone generale ricostruttivo del sistema delle società di capitali nell'attuale momento storico e dei principi che le riguardano.

Sull'altro fronte della partecipazione sociale, più che nella tradizionale correlazione potere-rischio, l'accento viene oggi posto dagli interpreti sull'interdipendenza tra i soggetti che partecipano alle sorti dell'organizzazione, dove ciò che è imprescindibile non sarebbe tanto la definitività dell'attribuzione patrimoniale compiuta con il conferimento o il grado di rischio sopportato, quanto l'accettazione del "principio di gerarchia" e di "conformazione" dei diritti dei partecipanti, insito nella teoria dell'impresa e della società azionaria: il socio è vincolato alle regole organizzative (*in primis*, il principio maggioritario e la competenza gestoria esclusiva degli amministratori) e non è mai estraneo ad un interesse superindividuale, non essendo legittimato a tener conto esclusivo del proprio interesse individuale in modo indipendente dagli altri soci; mentre ciò non vale per coloro che soci non sono, come i titolari di strumenti finanziari partecipativi, il cui rapporto resta nell'ambito del modello contrattuale di scambio.

È vero altresì che, pur nell'aumentata autonomia privata in tema di finanziamento dell'impresa, permane la *summa divisio* tra capitale di rischio e capitale di debito (cfr. Cass. 7 luglio 2016, n. 13854), posto che resta distinta la causa del rapporto sottostante all'emissione del titolo; e che le azioni continuano ad essere la forma necessaria di partecipazione al contratto sociale.

Per quanto ora interessa, allo stato della legislazione appare difficile altresì sostenere l'assoluta uguaglianza fra gli azionisti, ormai tralasciata dal diritto positivo a favore del *favor* per la ricerca di fonti alternative di finanziamento.

8. *La funzione di garanzia in senso lato e il perdurante interesse alle buone sorti della società*. - Come questa Corte aveva già da tempo prospettato (Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, cit.), gli interessi sottostanti sono analoghi a quelli rinvenibili nel pegno della partecipazione sociale: ove al creditore, pur non socio, è concesso il diritto di voto, al fine del migliore controllo e "garanzia" (in senso atecnico, non trattandosi di un patrimonio che *ex* articolo 2740 cod. civ. si aggiunge a quello del debitore principale, ma di una causa definibile come assicurativa *lato sensu*) del suo credito.

Possono, infatti, esistere interessi rilevanti di varia natura, pur sempre connessi al buon esito dell'andamento dell'impresa sociale; e l'attribuzione del diritto di voto al creditore pignoratizio palesa l'idoneità della causa di garanzia a sostenere, sotto il profilo funzionale, la partecipazione alla vita amministrativa della società e dunque l'attribuzione al medesimo dei poteri gestionali. Ciò,

proprio a protezione del creditore/finanziatore contro i comportamenti opportunistici dei soci.

Si è parlato, al riguardo, di garanzie atipiche, diffuse per superare le limitazioni proprie delle garanzie reali previste dalla legge.

Come il pegno, dalla struttura legata all'immobilizzazione della *res* e coerente con le fasi statiche dell'economia, ove prevale lo sfruttamento dominicale dei beni, ha visto elaborare nuove forme dotate di profili di atipicità (pegno di crediti, pegno rotativo, pegno omnibus, sino alla disciplina legale del pegno non possessorio), così l'operazione in esame si presta al raggiungimento di quella funzione, pur nell'ambito di un negozio traslativo della partecipazione sociale.

E come il creditore pignoratorio, sebbene non socio, ha comunque interesse a votare per la valorizzazione della partecipazione sociale, la quale costituisce garanzia reale (stavolta in senso tecnico) del suo diritto di credito, così il finanziatore divenuto socio con clausola *put* ha un sicuro interesse a favorire le buone sorti della società e, con esse, del suo investimento: sia perché ha eseguito il conferimento, avendo investito pur sempre nell'intento di moltiplicare il valore del proprio denaro e non soltanto di recuperarlo dopo un dato periodo di tempo, sia soprattutto perché il suo debitore proprio grazie al successo dell'impresa economica potrà, con assai maggiore probabilità, restituire l'importo pattuito: onde quel successo il socio finanziatore sarà portato, per definizione, a propiziare.

Il diritto di avere in restituzione il credito non azzera l'interesse alla conservazione ed all'incremento del valore della partecipazione sociale, che, tornata nel patrimonio del dante causa (o del debitore), a sua volta costituisce garanzia patrimoniale generica dell'adempimento dell'obbligazione: né il creditore è indifferente alla composizione e all'entità del patrimonio del suo debitore, nell'osservazione della realtà pratica e nel sistema delle tutele concesse dall'ordinamento, con il riconoscimento e la conservazione di quella garanzia (articoli 2900 ss. cod. civ.).

Sotto il profilo del perdurante interesse in capo al soggetto oblatore nell'opzione *put*, la ricorrente ricorda, altresì, come la cordata fu costituita su iniziativa della Sopaf s.p.a. stessa, allo scopo di completare necessari *partners* per l'acquisizione di Banca Bipielle Net s.p.a., in ordine alla quale la Sopaf aveva ottenuto il diritto esclusivo di trattativa, in vista del progetto di quotazione delle azioni della banca; e che, in occasione dell'acquisizione, furono conclusi fra le parti, compresa la compratrice del pacchetto azionario, alcuni accordi, miranti all'enunciazione del comune intendimento di realizzare il piano industriale, predisposto dai consulenti, a favore del quale tutte le parti si impegnavano ad attivarsi, anche votando in assemblea al fine della sua implementazione, reputata la quotazione il metodo preferibile per rendere liquido il complessivo investimento effettuato nella società.

Questo pacifico antifatto rivela ulteriormente l'intima *ratio* della complessa operazione, potendo le prospettive di tutti i soci — ivi compreso quello c.d. finanziatore e di minoranza — mutare radicalmente in caso di esito positivo del programma di quotazione della società su di un mercato regolamentato, ipotesi in cui le azioni avrebbero potuto essere vendute con offerta pubblica ed evidenti profitti per l'investitore che aveva creduto nell'iniziativa.

9. *L'obiezione del diritto di recesso occulto.* - Neppure giova affermare che, in tal modo, il socio godrebbe di un diritto di recesso non contemplato dalla legge: invero, le cautele di cui il legislatore ha da sempre circondato questo diritto, tanto

da ammetterlo solo in casi determinati e sempre previo calcolo vigilato delle somme liquidate al recedente, mirano a proteggere il patrimonio sociale, non quello di un altro socio; onde il richiamo si palesa inappropriato.

A ciò si aggiunga che il diritto di recesso è stato ampliato anche nelle s.p.a. e che si è di fatto legittimata, mediante l'articolo 2437-*sexies*, la fattispecie delle azioni riscattabili, aventi parimenti l'effetto dell'uscita del socio dalla società.

Si vuol dire che, sebbene in tale ultima ipotesi è il riscattato a trovarsi in posizione di soggezione, resta il fatto che con la categoria delle azioni riscattabili — contemplata espressamente dalla riforma del 2003 — è ben possibile operare al fine del reperimento di finanza per la società, in modo che al “socio temporaneo” sia attribuita la possibilità di dismettere la partecipazione ad un tempo prestabilito: in sostanza, si è creato uno strumento integrabile dalla causa concreta volta a volta voluta dalle parti, a seconda di quella cui il potere sia concesso dall'autonomia negoziale.

E, se lo strumento delle azioni riscattabili può assolvere alla funzione di finanziare la società, l'opzione *put* può perseguire quella di finanziamento al socio, ma sempre ai fini di incentivazione dell'impresa economica collettiva.

La gamma delle variabili ammesse per atteggiare la posizione dell'azionista (recesso convenzionale, azioni riscattabili dal socio) comporta che egli non sia più indefettibilmente astretto dal conferimento, non ripetibile se non dopo la liquidazione della società: tanto meno, dunque, appare immeritevole un patto tra soci che quell'*exit* assicuri.

10. *Conclusioni.* - Rispetto all'alterazione della causa societaria, sopra paventata, altro è, in definitiva, il caso del descritto accordo concluso fra le parti.

Nell'opzione *put* a prezzo preconcordato si assiste all'assoluta indifferenza della società alle vicende giuridiche che si attuano in conseguenza dell'esercizio di essa, le quali restano neutrali ai fini della realizzazione della causa societaria, già per la presenza di elementi negoziali idonei a condizionare il potere di ritrasferimento a circostanze varie, capaci di orientare la scelta dell'oblato nel senso della vendita, ma anche della permanenza in società; onde non ne viene integrata l'esclusione da ogni partecipazione assoluta e costante dalle perdite.

Lo schema causale dell'operazione complessiva, secondo i fatti accertati dal giudice di merito, non reca dunque neppure insiti in sé i rischi che sono tradizionalmente ricondotti al divieto di patto leonino.

Nel negozio dai caratteri che si stanno esaminando, il socio finanziatore assume tutti i diritti e gli obblighi del suo *status*, ponendosi il meccanismo sul piano della circolazione delle azioni, piuttosto che su quello della ripartizione degli utili e delle perdite.

Si rivela, altresì, un interesse, meritevole di tutela ai sensi dell'articolo 1322 cod. civ., al finanziamento dell'intrapresa societaria, ove la meritevolezza è dimostrata dall'essere il finanziamento partecipativo correlato ad un'operazione strategica di potenziamento ed incremento del valore societario. Interesse che, si noti, potrebbe addirittura reputarsi latamente generale, in quanto operazione coerente con i fini d'incentivazione economica perseguiti dal legislatore, quale strumento efficiente della finanza d'impresa.

L'atipicità, a ben vedere, attiene non alla causa del contratto di società, che resta intatta, ma al c.d. finanziamento in forma partecipativa, il quale si pone a rafforzamento di un'impresa societaria con modalità atipiche, escogitate dalla

pratica degli affari ed, anzi, sovente perorate proprio dal soggetto finanziato — nel raggiungimento di un reciproco vantaggio sinallagmatico: da una parte, la partecipazione all'impresa con la remunerazione del conferimento e la fruizione di una garanzia dell'esborso, mediante il controllo sulla vita sociale e la possibilità di dismissione, attribuite al socio di minoranza; dall'altra, il reperimento di un finanziamento a condizioni più favorevoli, grazie alla contrazione del rischio per il creditore, dunque a tassi di regola inferiori e pure quando il sistema bancario non lo concederebbe, senza necessità di sottoporre i beni del patrimonio del finanziato a vincoli reali o di ricercare onerose garanzie personali.

Altro è se, nel singolo caso, ricorra uno dei vizi della volontà *ex* articoli 1427 ss. cod. civ., oppure un altro vizio genetico o funzionale del contratto, o comunque un'altrui condotta illecita idonea a comportare obblighi risarcitori: perché allora saranno quei rimedi, con i rispettivi elementi costitutivi oggetto di onere di allegazione e prova, ad essere invocabili, e non la sanzione di espunzione dalla sfera di giuridicità del patto, comminata dall'articolo 1322 cod. civ..

Va, pertanto, enunciato il seguente principio di diritto:

« È lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di 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 (c.d. *put*) entro un termine dato ed 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 ».

4. Il quinto motivo è assorbito.

5. In conclusione, la sentenza impugnata va cassata, in relazione ai motivi accolti, con rinvio innanzi alla Corte d'appello di Milano, in diversa composizione, perché decida sulle domande proposte, alla luce del principio di diritto enunciato (*Omissis*).

### **(1) Il socio "leone". Il *revirement* della Cassazione su opzioni *put* a prezzo definito e divieto del patto leonino.**

SOMMARIO: 1. La vicenda e le soluzioni contrastanti della giurisprudenza. — 2. Opzioni *put* a prezzo definito e finanziamento partecipativo: la tesi permissiva accolta dalla Corte. — 3. L'argomento delle azioni redimibili a prezzo definito e sue criticità. — 4. Contratti di scambio parasociali recanti un'opzione *put*. — 5. Riduzione teleologica del divieto del patto leonino e patti parasociali in frode alla legge. — 6. Considerazioni finali.

1. Il 1° agosto 2007 DeA Partecipazioni s.p.a. (già De Agostini Investimenti s.p.a., "DeA") e Sopaf s.p.a. ("Sopaf") si scambiavano una lettera in base alla quale la prima avrebbe acquistato una partecipazione del 14,99% nella Banca Bipielle Net s.p.a., onde supportare la scalata della Sopaf, cui DeA, originariamente interessata anche in proprio, aveva perso interesse. Per questa ragione, nella lettera veniva riconosciuta a DeA un'opzione *put* sull'intera partecipazione da esercitare entro il 31 dicembre 2008, « ad un prezzo non inferiore a quello che DEA avrà corrisposto con l'acquisto ».

Dalla sentenza di primo grado si ricava:

— che gli accordi di cui alla lettera del 1° agosto 2007 erano stati stipulati tra Sopaf e DeA quali soggetti portatori la prima di « un interesse industriale di medio/lungo periodo » e la seconda di « un interesse di natura finanziaria » rispetto alla complessiva operazione di acquisizione del capitale della società *target* (anche) tra di loro regolata dal contratto di compravendita delle partecipazioni azionarie stipulato sempre il 1° agosto 2007;

— che, in particolare, Sopaf, quale capofila dell'operazione, aveva avuto ben presente la « assoluta necessità di accreditarsi presso la stessa autorità di vigilanza affiancando nell'impresa un socio reputato affidabile quanto a capacità finanziaria » e, in vista di tale proprio interesse, si era risolta ad « assumere su di sé l'impegno di garantire a DeA una possibilità di uscita senza oneri, impegnandosi in tal senso » attraverso la previsione nella lettera 1° agosto 2007 dell'opzione *put* a favore di DeA a prezzo predefinito e pari al costo per DeA dell'intero investimento (maggiorato di interessi convenzionali).

Ciononostante, quando DeA esercitò l'opzione *put*, viste le notevolmente deteriorate condizioni economiche della banca *target*, Sopaf si rifiutò di acquistare, sul principale argomento che l'opzione *put* contrastasse con il divieto di patto leonino: si affermava che « la Lettera copre DeA da qualsiasi rischio di perdita poiché, indipendentemente dai risultati della partecipata, le garantisce la facoltà di cedere la partecipazione ad un valore pari al prezzo Base, e quindi pari a tutto quanto dalla stessa DeA pagato o conferito nella banca, oltre interessi convenzionali », risultando poi « la copertura delle perdite costante, poiché la Lettera assicura il completo ritorno dell'investimento da quando l'investimento è stato fatto sino al momento dell'uscita » nonché « incondizionata, poiché dipende solo dalla volontà di DeA di far valere il suo diritto di vendita, senza che l'esercizio di detto diritto sia subordinato ad alcunché », così realizzandosi quella “deresponsabilizzazione” del socio “leone” che il principio espresso dal divieto di cui all'art. 2265 c.c. mira ad evitare, come messo in luce in particolare dal (più recente) precedente di legittimità (1).

Investito della questione, il Tribunale di Milano (2) respingeva la domanda di DeA, accogliendo la tesi di Sopaf ed affermando che:

(1) Il riferimento è a Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Società*, 1995, 178, con nota di BATTI, *Il patto leonino nell'ambito di partecipazioni a scopo di finanziamento*; in *Notariato*, 1995, 244, con nota di LA PORTA, *Patti parasociali e patto leonino*; in *Giur. comm.*, 1995, II, 478, con nota di CIAFFI, *Finanziaria regionale e patto leonino*; in *Vita not.*, 1995, 856; in *Nuova giur. civ.*, 1995, I, 1169, con nota di C. TEDESCHI, *Sul divieto di patto leonino*, secondo cui il divieto del c.d. patto leonino posto dall'art. 2265 c.c. (ed 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 impresa 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.

(2) Trib. Milano, 31 dicembre 2011, in *Giur. it.*, 2012, 623; in *Società*, 2012, 1158, con nota di PERRINO, *Patti parasociali di finanziamento partecipativo e divieto di patto leonino*; in *Foro nap.*, 2012, 641, con nota di MAGLIACANO, *Sui patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito: giudici napoletani e milanesi a confronto*; in *Giur. comm.*, 2012, II, 729, con nota di DELFINI, *Opzioni put con prezzo determinato « a consuntivo », arbitraggio della parte e nullità*; in *Riv. dir. soc.*, 2013, 64, con

a) « il divieto di patto leonino, per quanto esplicitamente previsto nella sola disciplina della società semplice, vale per tutti i tipi sociali, di cui la partecipazione agli utili e alle perdite sono elementi essenziali e inscindibili »;

b) « affinché sussista un patto leonino occorre che l'esclusione dalle perdite o dagli utili costituisca una situazione assoluta e costante, da accertarsi con riferimento alla situazione concreta e da ritenersi pertanto ricorrente qualora la partecipazione alle perdite o agli utili sia resa praticamente impossibile »;

c) « il divieto, e la relativa sanzione di nullità, valgono anche per eventuali patti parasociali che siano destinati a produrre il medesimo effetto leonino, salvo che il loro specifico contenuto risulti funzionale ad ulteriori interessi meritevoli di tutela e comunque connessi al buon andamento dell'impresa sociale ».

Il medesimo Tribunale di Milano affrontava successivamente la medesima questione e, pur escludendo in alcuni casi la ricorrenza della violazione del divieto (3), precisava il proprio indirizzo in altri casi (4), affermando che « ciò che è necessario verificare, a fronte di patti che consentano ad un socio l'*exit* a condizioni preconcordate, di modo e di tempo, è non solo se essi siano idonei ad escludere un socio dalla partecipazione alle perdite in modo assoluto e costante ma se detta esclusione costituisca la loro funzione essenziale (la loro "causa"), o rispondano invece ad una funzione causale autonomamente meritevole di tutela in quanto espressione di un interesse alla buona gestione dell'impresa ».

La sentenza di primo grado veniva confermata in appello (5), in linea con alcuni precedenti conformi della corte meneghina che già, sostanzialmente, avevano condiviso i principi espressi dal tribunale della medesima città. La corte affermava che nelle ope-

---

nota di SORACE, *Opzioni put e divieto del patto leonino*; in *Riv. dir. comm.*, 2012, II, 233, con nota di TUCCI, *Patto di riacquisto di azioni "a prezzo garantito" e patto leonino*. Indirizzo opposto era stato seguito in un coevo provvedimento del Trib. Milano, 13 settembre 2011, in *Riv. dir. comm.*, 2012, II, 233 con nota di TUCCI (in questa nt.), secondo cui la predeterminazione del prezzo di riacquisto della partecipazione rientra nella normale alea contrattuale della compravendita legata al patto d'opzione e non ricade nel divieto ex art. 2265, volto solo ad evitare accordi endosocietari che alterino la ripartizione del rischio d'impresa in modo assoluto e costante.

(3) In questo senso, Trib. Milano, 9 febbraio 2012, in *Giur. it.*, 2012, 1600; in *Società*, 2012, 369, con nota di SALAFIA, *Tutela cautelare del credito da cessione quote sociali di cui si chiede la costituzione in sede giudiziaria*, affermando che nell'opzione di cessione di quote di s.r.l. entro un termine prefissato al medesimo prezzo di altre quote già cedute, aventi lo stesso valore nominale, non è configurabile un patto leonino nel senso di sottrarre il cedente delle quote alle perdite di esercizio che si fossero verificate nella gestione della società di riferimento fra la data di concessione dell'opzione e quella del suo esercizio. Analogamente, Trib. Milano, 3 ottobre 2013, n. 12213, *Rel. Dal Moro*, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it) (in un caso in cui l'opzione di put garantiva il socio solo da perdite che avessero eroso il valore della partecipazione al di sopra di una soglia prestabilita, pari alla metà); Trib. Milano, 6 agosto 2015, in *Giur. it.*, 2016, 636, con nota di MONTEVERDE, *Opzione put: ovvero degli incerti confini del patto leonino*, affermando che un'opzione di vendita put, 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.

(4) Trib. Milano, 3 luglio 2012, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 72, con nota di SORACE (nt. 2); Trib. Milano, 3 ottobre 2013, in *Società*, 2014, 688, con nota di DEL BIANCO e PROVERBIO, *Opzione put e divieto di patto leonino*.

(5) App. Milano, 19 febbraio 2016, in *Giur. it.*, 2016, 1655, con nota di PETRUZZI, *Brevi note in tema di clausole di put & call a prezzo predefinito rispetto al divieto del patto leonino*; in *Notariato*, 2016, 489, con nota di MAZZOLETTI, *Put option e patto leonino: un divieto ancora attuale?*. Già in questo senso, App. Milano, 17 settembre 2014, in *Società*, 2015, 555, con nota di BONAVERA, *Partecipazioni a scopo di finanziamento tra patto leonino e patto commissorio*; in *Contr.*, 2015, 999, con nota di PALOMBA, *Opzione put e patto parasociale leonino: profili ermeneutici*.



razioni 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.

Nel frattempo, mentre altre corti territoriali aderivano all'indicato indirizzo (6) altre se ne discostavano (7).

La Cassazione con la sentenza in epigrafe cassa la sentenza d'appello reputando non violato il divieto del patto leonino e ravvisando viceversa la meritevolezza di tutela dell'opzione *put* a prezzo definito se collegata ad un contratto di acquisto di partecipazione a scopo di finanziamento. Viene espresso il seguente principio di diritto: « è lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di 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 attribuzione del diritto di vendita (c.d. *put*) entro un termine dato ed il corrispondente obbligo di acquisto, pur con l'aggiunta di interessi sull'importo dovuto e del rimborso di versamenti operati nelle more in favore della società ».

2. Esaminando l'impiego delle opzioni *put* a prezzo definito nella pratica degli affari (8), parte minoritaria, ma non isolata della dottrina (9), ne ha affermato la

(6) Trib. Verona, 26 maggio 2014, in questa *Rivista*, 2015, II, 733, con nota di ACCETTELLA, *Profili di illegittimità dell'opzione di (ri)vendita delle azioni a prezzo garantito alla società emittente*, affermando che in tema di società per azioni, il patto leonino è da considerarsi nullo, sia se stipulato tra soci, o tra soci e terze persone, sia se concluso tra la società e i soci, quando questo escluda uno o più soci dalla partecipazione agli utili o alle perdite e quando il patto, in via di normalità, costituisca parte del contratto sociale.

(7) Così, Trib. Firenze, 16 luglio 2015, in *Foro it.*, 2016, I, 721; in *Società*, 2016, 286, con nota di DI BRONTO, *Opzioni « put » parasociali su azioni: profili di (in)validità*, secondo cui non viola il divieto di patto leonino il patto parasociale con funzione di garanzia, la cui ragione giustificatrice è il bilanciamento, sul piano del rapporto sinallagmatico, dell'obbligazione di finanziare la società in relazione all'ammontare della quota di capitale che il socio acquista. Nello stesso senso, già in passato, v. Trib. Cagliari, 3 aprile 2008, in questa *Rivista*, 2009, II, 746, con nota di SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*; in *Riv. dir. comm.*, 2011, II, 95, con nota di PAIARDINI, *Sui presupposti di configurabilità del divieto di patto leonino*, secondo cui, in materia societaria, nell'ambito di operazioni di finanziamento in favore di società di capitali, sono validi, non incorrendo nel divieto di patto leonino, i patti parasociali in cui all'esonerazione dalla partecipazione alle perdite corrisponda la sostanziale esclusione del socio esonerato dalla gestione della società, come nella fattispecie relativa ad operazione posta in essere da una società finanziaria regionale nell'ambito della sua attività istituzionale. Similmente, Trib. Cagliari, 19 giugno 2000, in *Rass. giur. sarda*, 2001, 471, con nota di CINCOTTI, *Sulla liceità del patto di smobilizzo della c.d. partecipazione a scopo di finanziamento*; Trib. Torino, 8 maggio 1996, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, 24, con nota di PENE VIDARI, *Osservazioni in tema di patti limitativi della circolazione delle azioni*.

(8) Se ne riscontra l'impiego in tre ricorrenti circostanze: *a*) quando nell'acquisto del controllo di una società l'acquirente e il venditore si accordano perché il secondo conservi una quota minoritaria che potrà vendere quando vorrà allo stesso prezzo della prima vendita (opzione *put*), mentre l'acquirente potrà acquistare ma ad un prezzo maggiore (ipotesi di vendita scaglionata del controllo); *b*) quando un imprenditore ricerca finanziamenti per la propria attività d'impresa attraverso emissione di azioni, ma intenda attribuire al finanziatore il diritto di vendere al socio di maggioranza le azioni rientrando esattamente dell'investimento, e riservare a se stesso il diritto di acquistare tali azioni, corrispondendo il maggior valore nel frattempo dalle stesse acquistate (ipotesi di partecipazioni a scopo di finanziamento); *c*) per regolare con il socio di capitale l'uscita di un socio che apporta solo capitale umano (ipotesi di valorizzazione del capitale umano). Sul punto, v. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, 1-13.

(9) Reputano nulle le opzioni *put* a prezzo definito, per contrasto con il divieto di patto leonino: GUGLIELMUCCI, *Lo smobilizzo della partecipazione nei patti parasociali delle finanziarie*



legittimità sui seguenti rilievi. *In primo luogo*, il patto leonino, proprio se inteso come norma di necessaria responsabilizzazione del socio rispetto ai poteri allo stesso attribuiti, non può mai riguardare la sfera parasociale, in quanto questa non è atta ad alterare la relazione rischio/potere che si oggettivizza nei diritti sociali di cui è dotata la partecipazione. *In secondo luogo*, il diritto positivo, soprattutto a seguito della riforma del diritto societario, espressamente legittima ipotesi di scissione rischio/potere. Ne sono esempio l'esercizio del voto da parte del creditore pignoratizio, dell'usufruttuario o del custode; il riporto di azioni; le azioni di godimento, e così via. *In terzo luogo*, trasferire o assicurare un rischio con un terzo è perfettamente legittimo e pone al più un problema di corrispettività (10).

Tali argomenti sono sostanzialmente fatti propri dalla Sentenza in epigrafe, superando — pur senza porsi in aperto contrasto con — il precedente del 1994.

Tale precedente riguardava il caso (ricorrente nella giurisprudenza di merito) di una società regionale per azioni, operante come finanziaria per scopi di pubblico interesse (la promozione dello sviluppo economico regionale). Tale finanziaria aveva convenuto in giudizio i soci di una società per azioni da cui erano state acquistate azioni per un dieci per cento a scopo di finanziamento. Nell'accordo di cessione tra i soci era previsto che, in caso di mancato conseguimento del risultato economico programmato, la finanziaria potesse rivendere agli altri soci le proprie azioni al prezzo di acquisto maggiorato di un interesse del sette per cento annuo; al contrario, in caso di raggiungimento del risultato, i soci della società finanziata avrebbero avuto il diritto di

---

*regionali private*, in *Riv. soc.*, 1980, 1196; ID., *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. comm.*, 1982, II, 884; SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985, 39 ss.; OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, 517; ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 67 ss.; 121 ss.; BATTI (nt. 1), 178; TEDESCHI (nt. 1); CIAFFI (nt. 1), 486; RINALDI, *Patti parasociali di put and call e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. impresa*, 2007, 205, nonché nella letteratura francese, ove la questione è stata oggetto di analogo dibattito, DUPLAT, *La validité des options de vente et d'achat au regard de la prohibition des clauses léonines*, in *Rev. Prat. Soc.*, 1999, 109. In senso opposto, soprattutto, BARCELLONA (nt. 8), spec. 49 ss. (ID., *Rischio e potere nel diritto societario riformato, fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012, 65 ss.); N. PIAZZA, voce *Patto leonino*, in *Enc. dir.*, Milano, 1982, vol. XXXII, 526; G. PIAZZA, *La causa mista credito-società*, in *Contr. e impr.*, 1987, 803; SBISÀ, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1987, 816; PRATELLI, *Rinnovo dei patti parasociali e opzione put & call*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 931, ivi a 940 s.; TUCCI (nt. 2), 240 ss.; PENZO, *Opzione di vendita a prezzo fisso e divieto di patto leonino: una convivenza possibile*, in *Società*, 2014, 146; TORSSELLO, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Contr. e impr.*, 2000, 896, spec. a 915 ss.

Menzione a parte merita la posizione di MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, 771; poi definitivamente precisata in Arb., 7 aprile 2000, Minervini Presidente, Giorgianni e Cuffaro Componenti (il lodo si legge in *Contr. e impr.*, 2000, 959), secondo cui le opzioni *put* a prezzo definito si scontrano inevitabilmente col divieto del patto leonino se collocate negli statuti societari, mentre non necessariamente sono vietate se possono ricondursi ad una tipologia contrattuale tipizzata (come, ad es., la vendita a termine e il riporto) o in contratti che possano reputarsi meritevoli di protezione secondo l'ordinamento giuridico, come quelli di finanziamento all'impresa, anche se realizzati attraverso partecipazioni societarie. Per posizione non dissimile, v. la medesima Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927 (nt. 1), nonché ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2011, I, 23 ss., spec. 48, e, pur con significative precisazioni, a più riprese, SANTAGATA, *Patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. privato*, 1997, 54, ivi a 71 ss. (valorizzando la figura tipizzata dell'acquisto con patto di riscatto); ID. (nt. 7), 746 ss.; ID., *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni « redimibili » (una rilettura del divieto del patto leonino nella spa riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 537, ivi a 542; ID., *Il divieto del patto leonino, in Trattato sulle società di persone*, diretto da Busi-Preite, Torino, 2015, 386 ss., ivi a 401.

(10) BARCELLONA (nt. 8), 49 ss., nonché sinteticamente 76 s. Per conclusioni analoghe, TUCCI (nt. 2), 240 ss.

riscattare le azioni ad un prezzo concordato. Ricorrendo la prima situazione, dai soci convenuti in giudizio veniva contestato il contrasto della opzione *put* con il divieto di patto leonino.

La Suprema Corte, cassando la sentenza di appello, forniva i seguenti principi di diritto, cui avrebbe dovuto attenersi il giudice di rinvio:

« 1) il divieto di cui all'art. 2265 codice civile, integra 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, situazione caratterizzata dall'esclusione totale e costante di alcuni soci dalla partecipazione al rischio di impresa e dagli utili, ovvero da entrambe;

2) esulano dal divieto le pattuizioni regolanti la partecipazione al rischio ed agli utili in misura difforme dall'entità della partecipazione sociale del singolo socio, costituenti espressione dell'autonomia statutaria, che nelle società per azioni trovano riscontro nella previsione delle azioni privilegiate, sia che si esprimano in una misura di partecipazione difforme da quella inerente ai poteri amministrativi (situazioni 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;

3) 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 in presenza di una delle ipotesi del precedente n. 2), quando le condizioni della partecipazione agli utili o alle perdite siano, nella previsione originaria delle parti, di realizzo impossibile, e nella concretezza determinino un'effettiva esclusione totale da dette partecipazioni, con la costanza ragguagliata al periodo di partecipazione del socio in posizione dominante ».

Il caso oggi posto all'attenzione della Suprema Corte si colloca probabilmente a metà strada tra la fattispecie della vendita scaglionata del controllo e quella delle partecipazioni a scopo di finanziamento (ma è molto più vicino alla seconda): *da un lato*, infatti, l'investitore intendeva favorire l'altrui acquisto del controllo della società bersaglio, ma con la prospettiva di poter collocare le azioni sul mercato una volta realizzata la programmata quotazione della società *target*; *dall'altro lato*, espressamente qualificava il proprio intervento economico come finanziamento, dunque con un obbligo di restituzione del capitale maggiorato degli interessi o, se superiori, dell'accrescimento del valore della partecipazione (eventualmente nel limite massimo pattuito con l'opzione *call*). Nonostante queste peculiarità, può tuttavia ritenersi che lo scopo di finanziamento fosse la funzione largamente prevalente dell'acquisto delle partecipazioni, risultando l'operazione solo condizionata dalla prospettiva di un possibile smobilizzo diretto dell'investimento finanziario sul mercato.

In questo contesto, simile ancorché non sovrapponibile a quello riguardato dal precedente del 1994, la Corte, rigettando il motivo di ricorso teso a fare affermare l'estraneità del divieto del patto leonino alla disciplina della società per azioni, ne conferma la valenza transtipica, sul rilievo che « 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 la totale esclusione di uno o più soci — quali soggetti titolari di una quota del capitale sociale — da quei risultati ». In questo modo, la Corte fa coincidere il senso del divieto del patto leonino con la causa del contratto di società ed aggiunge che « il legislatore ha ammesso unicamente il contratto tipico di società — pur nei differenti schemi formali integrati da ciascun tipo sociale predisposto dalla legge — al cui modello causale i soci non possono apportare deroghe idonee a snaturarne la funzione di contratto associativo ». Al riguardo, viene espressamente respinto l'argomento secondo cui la previsione dell'art. 2346, comma 2°, c.c. (in materia di assegnazione di azioni non proporzionale al conferimento) escluderebbe per specialità l'applicazione alle s.p.a. del divieto del patto leonino: la Corte, pur manifestando in un *obiter dictum* forti perplessità sulla tesi che

reputa possibile assegnare partecipazioni a taluni azionisti pur in mancanza di conferimento (11), ritiene tale argomento comunque inutilizzabile nel caso di specie, perché da riferirsi — nella tesi comunque ritenuta criticabile — solo alla possibilità di emissione di speciali categorie di azioni (12).

Ciononostante, accogliendo i motivi di ricorso tesi ad affermare l'immunità dei patti parasociali dal divieto del patto leonino, la Corte opera un deciso *revirement* — seppur qualificato come mera specificazione del principio — del precedente del 1994 e della molta giurisprudenza di merito, inclusa quella investita della controversia nei gradi precedenti di giudizio, che alla stessa si era conformata. Al riguardo la Corte, preliminarmente, precisa la propria posizione circa la portata del divieto del patto leonino, reputando che alla tesi della sua coincidenza con la causa societaria e, dunque, alla tipicità del modello organizzativo, vanno ricondotte anche « tutte quelle diffuse opinioni secondo cui una diversa regolamentazione, tale da escludere del tutto un socio dagli utili o dalle perdite, finirebbe per contrastare con il generale interesse alla corretta amministrazione delle società, inducendo il socio a disinteressarsi della proficua gestione (anche intesa con riguardo all'esercizio dei suoi diritti amministrativi) e non "prodigarsi" per l'impresa, quando non, addirittura, a compiere attività "avventate" o "non corrette" ». Operata questa "semplificazione" la Corte — confermando che violazione del divieto vi è solo quando un socio è "assolutamente e costantemente" escluso dalla partecipazione ad utili o perdite — afferma che un tale effetto può determinarsi solo quando il patto assuma « rilievo reale verso l'ente collettivo ». Al contrario, « nessun significato in tal senso potrà assumere il trasferimento del rischio

(11) Alcuni autori ammettono l'assegnazione di azioni anche a chi non abbia effettuato alcun apporto, né a titolo di conferimento né ad altro titolo: e v. NOTARI, *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 37 ss., 45 ss., osservando che il divieto del patto leonino — astrattamente ostativo a tale possibilità — non atterrebbe alla fattispecie acquisitiva della partecipazione, bensì al contenuto della partecipazione; con la conseguenza perciò che lo stesso non impedisce l'assegnazione di azioni o partecipazioni a chi non abbia effettuato alcun tipo di apporto in senso ampio (analogamente a quanto può avvenire con l'assegnazione di azioni gratuite ai lavoratori); analogamente, SANTAGATA, *Il divieto del patto leonino* (nt. 9), 386 ss.; LIBERTINI, MIRONE, SANFILIPPO, *sub art. 2346 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da d'Alessandro, II, 1, Padova, 2010, 211; RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca, Presti, Milano, 2003, 111. La tesi prevalente è tuttavia in senso opposto. Nel senso che sia necessario un conferimento in senso tecnico, trattandosi di diversa assegnazione di azioni o quote di partecipazione al capitale solo tra soggetti già soci, BRIOLINI, *Le azioni restitutorie dei conferimenti in natura*, Torino, 2008, 95; MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella « nuova » società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2004, 657, ivi 678, nt. 53 (anche per la precisazione che il conferimento deve risultare non simbolico, dandosi altrimenti corso ad un negozio in frode alla legge *ex art. 1344 c.c.*, per violazione indiretta del patto leonino); SANTORO, *sub art. 2346, La riforma delle società*, I, 2, a cura di Sandulli-Santoro, Torino, 2003, 130; STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 259, (da ultimi, STAGNO D'ALCONTRES e DE LUCA, *Le società*, II, *Le società di capitali*, Torino, 2017, 351); ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2007, 709, ivi 716 ss.; PORTALE, *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *Europa e dir. privato*, 2005, 101, ivi 107 ss., e, sembra, FERRO-LUZZI, *La « diversa assegnazione delle azioni »* (art. 2346, comma 4°, c.c.), in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, I, Torino, 2007, 588. Nel senso che basta un apporto non imputato a capitale, OLIVIERI, *Capitale e patrimonio nella riforma delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 261 ss. Sul punto, v. anche Studio CNN, n. 148/2008/I, 197.

(12) A quanto consta, tuttavia, tale tesi pur reputata criticabile non risulta sostenuta in letteratura.

puramente interno fra un socio e un altro socio o un terzo, allorché non alteri la struttura e la funzione del contratto sociale, né modifichi la posizione del socio in società, e dunque non abbia nessun effetto verso la società stessa: la quale continuerà ad imputare perdite ed utili alle proprie partecipazioni sociali, nel rispetto del divieto *ex* articolo 2265 cod. civ. e senza che neppure sia ravvisabile una frode alla legge *ex* articolo 1344 cod. civ., la quale richiede il perseguimento del fine vietato da parte di un negozio che persegua proprio la funzione di eludere il precetto imperativo ».

Escluso per questa via — ma forse, come vedremo, con argomenti non definitivi — che un patto contenuto in un testo estraneo all'atto costitutivo possa acquisire rilevanza reale rispetto all'ente collettivo, la Corte affronta la questione di meritevolezza dell'opzione *put*, a norma dell'art. 1322, comma 2°, c.c. Secondo l'interpretazione della sentenza in commento, tale giudizio — avente ad oggetto non la illiceità, bensì la "agiuridicità" della pattuizione atipica: e cioè, un'« ipotesi di difetto di una ragione giustificativa plausibile del vincolo, il quale non merita allora tutela e non è coercibile, restando indifferente per l'ordinamento » — è volto a scrutinare « l'interesse "tipico" di chi quel patto concluda: ferma la ricostruzione del contenuto del medesimo ad opera insindacabile del giudice del merito, la sussunzione del negozio nell'ambito dei contratti leciti e meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico è giudizio di diritto » (13). Aggiunge la Corte che, così ricostruito e alla luce del principio costituzio-

(13) La giurisprudenza fa sempre più sovente ricorso al giudizio di meritevolezza dei contratti atipici e, alle volte, delle clausole atipiche: così in materia di contratto preliminare del preliminare (Cass., sez. un., 6 marzo 2015, n. 4628, in *Riv. not.*, 2015, 608; nonché la successiva Cass., 21 maggio 2018, n. 12527, che valorizza la sussistenza di un interesse delle parti meritevole di tutela alla « negoziazione consapevole e informata »), di contratti *swap* (Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in questa *Rivista*, 2018, II, 9), di contratti tipo "My Way" o "For You" (Cass., 10 novembre 2015, n. 22950 e Cass., 15 febbraio 2016, n. 2900, in *Società*, 2016, 725, con nota di COSTANZA, *For you for nothing o immeritevolezza*, (secondo la prima) da reputarsi immeritevoli in quanto « la struttura negoziale pone l'alea della operazione in capo al solo risparmiatore, il quale, a fronte dell'obbligo di restituire le somme mutate ad un saggio d'interesse non tenue, non ha una certa prospettiva di lucro, laddove invece la banca consegue vantaggi certi e garantiti »), di clausole *claims made* nei contratti di assicurazione della responsabilità civile (Cass., sez. un., 6 maggio 2016, n. 9140, tra altri luoghi, in questa *Rivista*, 2016, II, 643, con nota di CORRIAS, *La clausola claims made al vaglio delle Sezioni Unite: un'analisi a tutto campo*; e in *Assicurazioni*, 2016, 483 (m), con nota di D'AIELLO, *Il controllo di meritevolezza delle clausole claims made nell'assicurazione della responsabilità civile*), di clausole di *russian roulette* (Trib. Roma, 19 ottobre 2017, in *Società*, 2018, 434, con nota di DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*; in *IlSocietario.it*, 2017, con nota di ROSAPEPE, *La clausola cd. russian roulette al vaglio della giurisprudenza*, secondo cui tale clausola è un negozio legislativamente atipico, ma di cui si può affermare la rispondenza ad interessi meritevoli di tutela per l'ordinamento), e così via.

Al riguardo, va notato come la tesi sostenuta dalla sentenza in commento e riportata tra virgolette corrisponda ad altro precedente della Corte (relativo al contratto di tipo "My Way") la cui motivazione era stata affidata alla penna del medesimo odierno relatore: nel precedente, è stato più ampiamente sostenuto che « il giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti dal contratto *ex* articolo 1322 c.c. può essere rimesso all'esclusivo sindacato del giudice del merito solo ove esso appartenga all'esclusiva e specifica singolarità del caso concreto, come tale destinato a restare confinato, appunto, nell'ambito di tale giudizio. Tuttavia, dove, al contrario, la fattispecie concreta sia idonea a fungere da modello generale di comportamento in una serie indeterminata di casi analoghi, là si ravvisa allora un giudizio di diritto e la necessità dell'intervento nomofilattico della Cassazione, al fine di garantire la prevedibilità delle future decisioni, posto che si tratta d'integrare il contenuto della norma indeterminata o della clausola generale predetta ». Tale tesi si pone tuttavia in contrasto con le Sezioni Unite della Corte, ove — in materia di clausole *claims made* — è stato affermato che solo « il giudice di merito, con valutazione incensurabile in sede di legittimità, ove congruamente motivata, può dichiarare la nullità di tale clausola per difetto di meritevolezza » (Cass., sez. un., 6 maggio 2016, n. 9140, cit.). Al riguardo, sebbene sia stata affermata l'astratta immeritevolezza delle clausole *claims made* che non prevedono una garanzia postuma (così, la

nale della libertà di iniziativa economica, il giudizio di immeritevolezza « non può che essere del tutto residuale ». Ove da effettuarsi, compito del giudice è, anzitutto, la ricerca della “causa concreta” del negozio.

Al proposito, si sottolinea la funzione di finanziamento della vendita di partecipazioni nel cui contesto si ritrovano più frequentemente i patti di riacquisto a prezzo definito: ritiene la Corte che « accanto alle molteplici forme di finanziamento dell’impresa che il legislatore e la pratica prospettano... non è precluso alle parti di addivenire pure a simili accordi, in cui la causa concreta è mista, in quanto associativa e di finanziamento, con la connessa funzione di garanzia assoluta dalla titolarità azionaria e dalla facoltà di uscita dalla società senza la necessità di pervenire, a tal fine, alla liquidazione dell’ente ». La giustificazione di questa — altrimenti apodittica — affermazione è affidata al “sistema” del diritto societario riformato nel 2003, il quale sembrerebbe per più profili legittimare « una scissione tra rischio d’impresa e potere sull’impresa, appartenendo il secondo anche a chi il primo non sopporta ». Sul punto, come anticipato, la Corte sposa espressamente gli argomenti della dottrina minoritaria più avanti esposti, senza trascurare — elemento che sarà valorizzato in seguito — che « pur nell’aumentata autonomia privata in tema di finanziamento dell’impresa, permane la *summa divisio* tra capitale di rischio e capitale di debito posto che resta distinta la causa del rapporto sottostante all’emissione del titolo; e che le azioni continuano ad essere la forma necessaria di partecipazione al contratto sociale ».

Si nota per inciso che, ai fini della dimostrazione della meritevolezza dell’opzione *put*, necessaria per la soluzione del caso, l’ampio passaggio dedicato a dimostrare che l’attribuzione del voto può disgiungersi dalla titolarità delle partecipazioni (come nel pegno) appare, *per un verso* sovrabbondante e, *per altro verso*, non risolutivo: è noto che, nell’attuale dibattito dottrinale, la dissociazione permanente o temporanea tra potere economico e legittimazione formale pone seri problemi interpretativi quando idonea allo svuotamento del voto o all’occultamento della proprietà, che le norme su pegno, usufrutto e sequestro non sono in grado di risolvere (14). Non a caso, la sentenza non trae beneficio da questo argomento per poter affermare la sussistenza nel finanziamento partecipativo di una causa in concreto meritevole di protezione giuridica.

Di grande rilevanza — ancorché discutibile e, quindi, oggetto di riflessione nel prosieguo di queste note — appare viceversa l’ultimo passaggio logico della motivazione, prima delle conclusioni e dell’enunciazione del principio di diritto, teso a dimostrare che è erroneo l’argomento del recesso occulto, in quanto le cautele che circondano questo istituto mirano a proteggere il patrimonio sociale, non quello di un altro socio. Afferma così la sentenza che « è ben possibile operare al fine del reperimento di finanza per la società, in modo che al “socio temporaneo” sia attribuita la

---

criticabile impostazione di Cass., 28 aprile 2017, n. 10506 e 10509, in questa *Rivista*, 2017, II, 667, con nota contraria di DE LUCA, *Richieste postume e immeritevolezza della claims made. Nomofilachia o disorientamento?*, la questione è stata poi doverosamente rimessa alle Sezioni Unite a norma dell’art. 374 c.p.c.: e v. Ordinanza interlocutoria della Cass., 19 gennaio 2018, n. 1465. Le Sezioni Unite (Cass., sez. un., 24 settembre 2018, n. 22437, in *Foro it.*, 2018, I, 3015, con nota di DE LUCA, *Clausole claims made: sono tipiche e lecite, ma di tutto si può abusare*) hanno sovvertito il precedente orientamento, reputando che il modello dell’assicurazione r.c. con clausole *claims made*, in quanto partecipe del tipo dell’assicurazione contro i danni, non è soggetto al test di meritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti.

(14) Si allude al noto tema dell’*empty voting* e dell’*hidden ownership*, privi di attenzione da parte del legislatore sia europeo che nazionale. Per una panoramica sui problemi e sulle possibili soluzioni, v. SCANO, *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*, in *Riv. soc.*, 2013, 163; nonché DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e « proprietà nascosta » di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 312 (in entrambi ampi riferimenti alla letteratura straniera).

possibilità di dismettere la partecipazione ad un tempo prestabilito»: la Corte con ciò allude alla possibilità di creare non solo *azioni riscattabili*, nel senso comunemente inteso di azioni soggette all'altrui potere di riscatto, ma altresì nel più controverso senso di *azioni redimibili*, portanti cioè il diritto potestativo di essere riscattate. Al riguardo, la Corte sostiene che « se lo strumento delle azioni riscattabili può assolvere alla funzione di finanziare la società », nel senso di legittimare la creazione di azioni redimibili, allora « l'opzione *put* può perseguire quella di finanziamento al socio, ma sempre ai fini di incentivazione dell'impresa economica collettiva ».

Da qui l'affermazione di meritevolezza del patto parasociale attributivo di un'opzione *put* a prezzo definito e, quindi, l'accoglimento del ricorso con rinvio alla corte di appello per una nuova valutazione nel merito.

3. L'ultimo passaggio della motivazione della sentenza in epigrafe costituisce spunto utile per una riflessione sul fenomeno delle partecipazioni a scopo di finanziamento che non si limiti a preferire, nel solco già tracciato dall'abbondante letteratura, uno dei due contrapposti schieramenti circa la rilevanza o irrilevanza sul piano parasociale del divieto del patto leonino. A tal riguardo appare necessario anzitutto verificare se — come adombrato dalla sentenza in commento — sia ammissibile l'emissione di azioni ordinarie o di categoria speciale, redimibili a prezzo predeterminato ad iniziativa del possessore e con obbligo di liquidazione a carico della società.

Mentre è sostanzialmente pacifica l'ammissibilità di azioni redimibili, incorporanti cioè un diritto unilaterale di alienazione alla società, ai soci o a terzi (15), si registra un contrasto in letteratura — oltre che sulla possibilità che il recesso o il riscatto siano esercitati *ad nutum* (16) altresì — sulla possibilità che il diritto possa esercitarsi a prezzo definito. Parte della dottrina distingue l'ipotesi che la soggezione all'esercizio del diritto gravi sulla società ovvero sui soci: nel primo caso, si ritiene che il prezzo definito — anche se congegnato in modo tale da determinare un esonero *ex ante* della partecipazione agli utili o alle perdite — non possa comunque consentire la liquidazione con mezzi eccedenti la parte disponibile del patrimonio netto (ovvero con i mezzi rivenienti da una riduzione del capitale); nel secondo caso, tali limiti non avrebbero invece ragione di applicarsi. Con la conseguenza che, mentre la prima ipotesi potrebbe ammettersi, dovendosi escludere la possibilità di una completa attribuzione degli utili o sottrazione alle perdite del titolare delle partecipazioni, nel secondo caso la clausola

---

(15) In senso affermativo, ABRIANI, *Le società azionarie*, in *Trattato Cottino*, IV, 1, Padova, 2010, 323 s.; SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione* (nt. 9), 571 ss. (evocando tre fattispecie legali che lo confermerebbero: a) introduzione nello statuto di clausole di gradimento mero; b) fusione semplificata per possesso oltre il 90%; c) scissione non proporzionale); SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 147 ss., spec. 160; e, con ampiezza di argomenti, VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, 99 ss. e ZANONI, *Venture capital e diritto azionario*, Padova, 2010, 102 s. Contra, PATRIARCA, *C'è un futuro per le azioni con prestazioni accessorie?*, in questa *Rivista*, 2004, I, 337 ss.

(16) Oltre SFAMENI (nt. 15), 153 ss., 164 ss., v. BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 2004, 1125; nonché Arb., 22 maggio 2014, in *Giur. comm.*, 2015, II, 884, con nota di CAGETTI, *Sulla (controversa) ammissibilità del recesso convenzionale ad nutum nella s.p.a. con termine di durata*. Copiosa è poi la letteratura sulla possibilità di esercitare un recesso *ad nutum* non convenzionale, bensì come reazione alla determinazione di un termine eccessivo, sostanzialmente equivalente alla durata indeterminata: e v. BUTTURINI, *Società di capitali con termine (particolarmente) lungo e diritto di recesso ad nutum*, in *Contr. e impr.*, 2016, 909; CAPRARÀ, *Recesso ad nutum e società a tempo solo formalmente determinato nella giurisprudenza della cassazione*, ivi 779; CERA, *Note minime, e critiche, sul recesso ad nutum del socio di s.p.a. a tempo indeterminato*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 632.



dovrebbe reputarsi in contrasto con il divieto del patto leonino e quindi illegittima (17). Secondo altra parte della dottrina, invece, la soluzione negativa varrebbe a prescindere da chi sia l'obbligato passivo all'acquisto, in quanto — consapevole della possibilità di vendere le proprie partecipazioni al prezzo definito, seppur nei limiti del netto disponibile — il socio titolare delle azioni redimibili sarebbe, comunque, « naturalmente portato ad esprimere i suoi voti in assemblea eccedendo nella cautela al fine di scongiurare ogni rischio di perdite », in contrasto con la *ratio* del divieto di patto leonino (18). E si aggiunge, al riguardo, che — anche ammesso che l'acquisto a carico della società possa realizzarsi solo con mezzi tratti dal patrimonio netto disponibile — sarebbe tuttavia evidente che il titolare del diritto di riscatto si qualifichi come potenziale creditore di somma predeterminata e garantita a semplice richiesta, dovendosi perciò escludere che le azioni redimibili partecipino agli utili, ancora una volta dunque in contrasto con il divieto di patto leonino.

Per quanto più rileva in questa sede, può bastare fermarsi all'osservazione concorde in dottrina che vi è contrasto con il divieto di patto leonino ogni qual volta, per effetto dell'attribuzione di un diritto di *put* a prezzo definito, risulti alterato il profilo causale della partecipazione, da investimento di rischio ad apporto di mero credito, a nulla rilevando che — ed, anzi, a maggior ragione, vista l'indifferenza rispetto alle regole del netto, poste a protezione degli interessi dei creditori — obbligato alla liquidazione sia non la società con i suoi mezzi (necessariamente *disponibili*), ma gli altri soci o terzi.

Sul punto torneremo a soffermarci nel prossimo paragrafo, dovendosi tuttavia preliminarmente porre in rilievo che lo stesso capo in cui è collocato il divieto del patto leonino nella disciplina delle società semplici attiene ai *rapporti tra i soci*, e fornisce dunque un indizio nel senso che sussiste un limite all'autonomia privata nella possibilità di qualificare “partecipazione” ciò che — anche solo nei rapporti con gli altri soci — non lo è. È per questa ragione che, giustamente, si addita il divieto del patto leonino quale regola generale atta alla definizione tipologica dell'investimento societario (19): quando questo si qualifica come azionario o, comunque, come partecipativo, al titolare non possono essere riservati diritti tali da neutralizzare del tutto il rischio di investimento; e, viceversa, non può qualificarsi azionario o, comunque, partecipativo un investimento che lo statuto intenda sottrarre ai rischi che devono connotare le azioni. Di ciò si dichiara consapevole anche la sentenza in commento, là dove — come già sottolineato — afferma che « pur nell'aumentata autonomia privata in tema di finanziamento dell'impresa, permane la *summa divisio* tra capitale di rischio e capitale di debito posto che resta distinta la causa del rapporto sottostante all'emissione del titolo;

---

(17) Così SFAMENI (nt. 15), 174 ss., e le conclusioni a 177, la cui impostazione è condivisa ed approfondita da G. BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella s.p.a.*, Tesi di dottorato, Università Cattolica del Sacro Cuore, XXIV ciclo, a.a. 2011/12, Milano [<http://hdl.handle.net/10280/2051>], 146 ss.; e nello stesso senso v. anche l'accento di VITALI (nt. 15), 108.

(18) SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione* (nt. 9), 576, « secondo cui una simile condotta potrebbe [...] rivelarsi preclusiva di importanti iniziative di sviluppo dell'attività imprenditoriale che, inevitabilmente, implicano un certo margine di rischio ». L'argomento era già stato trattato in tema di società di persone da SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, 140 s., e successivamente ripreso da ABRIANI (nt. 9), 41.

(19) SANTAGATA, *Il divieto del patto leonino* (nt. 9), 389 ss., secondo cui il divieto di patto leonino mira, tra l'altro, ad evitare una sovrapposizione della medesima causa nelle diverse forme di investimento nelle società: gli strumenti partecipativi non possono replicare esattamente il contenuto patrimoniale tipico delle azioni e, di contro, l'autonomia statutaria non può spingersi fino a snaturare gli elementi propri dell'azione, attribuendo ai loro possessori il diritto al rimborso o di credito, non partecipando così al rischio di impresa.

e che le azioni continuano ad essere la forma necessaria di partecipazione al contratto sociale ».

Da questa impostazione deriva un importante corollario. Poiché il divieto del patto leonino è regola che si impone per disciplinare i *rapporti tra soci*, e cioè tra coloro che si devono assumere il rischio dell'attività economica comune, la stessa non ha ragione di limitare l'autonomia privata quando si tratti di disciplinare rapporti non tra soci, bensì tra soci ed altri investitori. Perciò, per definizione, non dovrebbe contrastare con il divieto del patto leonino l'attribuzione di un'opzione *put* a prezzo definito — a carico della società o di altri soci o terzi — ad un soggetto che non debba qualificarsi azionista o socio, in quanto lo strumento rappresentativo dell'investimento è riconducibile ad altra tipologia di investimento societario, conosciuta e legittimata dall'ordinamento, e segnatamente, in materia di società per azioni, a quella delle obbligazioni o degli strumenti finanziari *ex art. 2346, comma 6°, c.c.*

A tal proposito si pone, tuttavia, il non facile problema — cui in queste note si può solo fare accenno — della scansione tra fattispecie e disciplina degli strumenti societari di investimento, che si può sintetizzare nel dilemma se i nomi — azioni, obbligazioni o strumenti finanziari — siano conseguenza della conformazione statutaria dell'investimento o se, al contrario, sia la conformazione dell'investimento a definirne la natura e, quindi, il nome: seguendo il primo approccio, un'azione speciale cui fosse attribuito un diritto alla remunerazione o al rimborso garantito resterebbe qualificata azione, perdendo il diritto incompatibile con la disciplina inderogabile delle azioni (che comprende il divieto del patto leonino); seguendo il secondo approccio, e privilegiando la volontà delle parti, l'investimento andrebbe riqualificato come obbligazionario o come partecipativo.

Va espressa preferenza per il primo approccio. Salvo che per le azioni di godimento, sulla cui natura di "azioni" si può dubitare (20), va riconosciuto che l'impiego della parola azione nell'atto costitutivo di una società ha valenza "performativa", nel senso di essere di per sé idoneo ad attrarre un regime di disciplina: l'emissione di azioni, infatti, esige quanto meno che sia effettuato un conferimento del tipo permesso dall'ordinamento (e cioè, in danaro o in natura), l'imputazione di esso a capitale ed, eventualmente, in parte, a sopraprezzo, e l'attribuzione di un certo numero di diritti sociali, nel minimo corrispondenti ad una quota — anche meno che proporzionale rispetto alla partecipazione al capitale — di utili e di residuo attivo. Ove mai all'uso della parola azione non corrispondesse questo minimo contenuto di disciplina non sarebbe consentita una riqualificazione in altro strumento di investimento societario. Ed infatti, è orientamento ormai consolidato che, pur potendosi fare ricorso anche in materia societaria ai principi di interpretazione del contratto (21) — pur se pensati per

---

(20) In questo senso, sia permesso rinvio a STAGNO D'ALCONTRES e DE LUCA (nt. 11), 410, ove si sottolinea che non si tratta di azioni in senso proprio, dal momento che sono titoli rappresentativi di riserve e non del capitale; *contra*, traendo spunto dall'art. 2282, comma 1°, c.c., cfr. DI SABATO, *Manuale delle società*<sup>5</sup>, Torino, 1995, 314 ss.; GHEZZI, *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 516.

(21) In giurisprudenza v. l'importante arresto di Cass., 14 marzo 2016, n. 4967, in *Società*, 2016, 683, con nota di DE LUCA e NAPOLITANO, *Maggioranze rafforzate e principio di "autoprotezione"*. Note sull'interpretazione degli statuti secondo comune intenzione e buona fede; nel senso che i criteri integrativi di interpretazione debbono essere intesi quali primari criteri d'interpretazione soggettiva, e non oggettiva, del contratto v. altresì Cass., 27 giugno 2011, n. 14079; Cass., 19 maggio 2011, n. 10998; e che deve aversi riguardo allo scopo pratico perseguito dalle parti con la stipulazione del contratto e quindi alla relativa causa concreta, v. Cass., 23 maggio 2011, n. 11295; Cass., 22 ottobre 2014, n. 22343. In dottrina, v. STELLA RICHTER jr., *Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, I, 1, Torino, 2004, 301 ss.; BOVE, *Comportamento complessivo delle parti ed interpretazione degli statuti societari*, in *Dir. e giur.*, 2004,



i contratti di scambio — non può tuttavia impiegarsi il criterio della comune intenzione delle parti per riqualificare aspetti del rapporto dotati di rilevanza sul piano sociale, cioè reale: e perciò, come il tipo societario non può essere oggetto di riqualificazione giudiziale, neppure in caso di errore materiale di iscrizione nel registro delle imprese (22), così anche la qualificazione dell'investimento come azionario non potrà essere oggetto di riqualificazione successiva. In caso contrario, infatti, si potrebbe addirittura dare corso al paradosso di una *società per azioni senza azioni*, in evidente contrasto con la necessità di formazione di un capitale sociale rappresentato da azioni, almeno pari al minimo di legge (23). Con la conseguenza che, ove mai lo statuto di una società per azioni attribuisse a taluni possessori di azioni un diritto al rimborso del conferimento a prezzo predeterminato, tale diritto dovrebbe reputarsi incompatibile con la fattispecie azionaria anzitutto per il contrasto con la disciplina delle azioni dettata nella *sedes materiae*, tanto in sede di liquidazione finale, quanto in sede di liquidazione parziale per recesso (24).

170; a più riprese ANGELICI, *Le basi contrattuali delle società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, I, 1, Torino, 2004, 155 ss.; e già ID., *Appunti sull'interpretazione degli statuti di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 797; ID., *La costituzione della società per azioni*, in *Trattato Rescigno*, 16, II, Torino, 1985, 230 ss.; RIZZI, *Interpretazione del contratto e dello statuto societario*, Milano, 2002, 511 ss.; IBBA, *L'interpretazione degli statuti societari fra criteri oggettivi e criteri soggettivi*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, 525; CORAPI, *Gli statuti di società per azioni*, Milano, 1971, 342 ss.

(22) Tesi da considerarsi oggi prevalente: e v. ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato Rescigno*, 16, II, Torino, 1985, 40 ss.; ANGELICI, *Appunti sull'interpretazione degli statuti di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 797; COTTINO e WEIGMANN, *Società di persone e consorzi*, in *Trattato Cottino III*, 2004, 61 s.; DE LUCA, *Partecipazione « azionaria » e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, II, 2004, 867; FERRI, *Le società*<sup>3</sup>, in *Trattato Vassalli*, 1987, X, 3, 71 ss.; SANTONI (nt. 9), 163 ss.; SCIUTO, *La « mancanza dell'atto costitutivo » di società per azioni*, Padova, 2000, 156 ss.; SPADA, sub art. 2249 c.c., in *Commentario Gabrielli*, I, artt. 2247-2378, Torino, 2015, 101; MONTAGNANI, *La verifica del « tipo sociale » e una recente vicenda giudiziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, II, 1; ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, I, Torino, 2007, 74 ss. Nella manualistica, v. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*<sup>9</sup>, a cura di M. Campobasso, Torino, 2015, 47 ss.; CIAN, *I tipi di società*, in *Diritto commerciale*, III, *Diritto delle società*, a cura di Cian, Torino, 2017, 52 ss.; STAGNO D'ALCONTRES e DE LUCA, *Le società*, I, *Le società in generale. Le società di persona*, Torino, 2015, 95 ss.

(23) Al riguardo, va richiamato il noto — e molto discusso — provvedimento del Trib. Napoli, 25 febbraio 2016, in *Società*, 2016, 976, con nota di LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*; di M. PALMIERI, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, 6° comma, c.c. convertendi in azioni*; in *Notariato*, 2016, 268, con nota di D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*; in questa *Rivista*, 2017, II, 483, con nota di MIGNONE, *Strumenti finanziari partecipativi del genere « mezzanino »: se sei riserva, non puoi fare il capita...le*; in *Giur. comm.*, 2017, II, 710, con nota di DI NOLA e RESTUCCIA, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi « a tutto rischio »*, secondo cui è invalida la delibera di conversione in azioni di strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6°, c.c., i cui apporti sono stati iscritti in una riserva statutaria che risulta erosa a causa delle perdite nel frattempo subite dalla società. Tale pronuncia, per altro verso, afferma che, pur potendosi prevedere strumenti partecipativi che concorrono al rischio d'impresa *pari passu* con le azioni, non è possibile prevedere una postergazione di tali strumenti rispetto al capitale, dato che se ciò fosse possibile — come si prospetta nel testo — si potrebbe anche avere una società per azioni senza azioni, partecipata da soli strumenti finanziari partecipativi. Il che deve essere correttamente escluso.

(24) E v. SANTAGATA, *Il divieto del patto leonino* (nt. 9), 390; ID., *Dai patti di retrocessione* (nt. 9), 557 ss., 565 s., osservando che le azioni non possono attribuire ai loro possessori diritti di credito o di rimborso propri di obbligazioni o di strumenti finanziari partecipativi, poiché ciò porterebbe ad escludere i tratti tipici del rischio di impresa. Questo aspetto si pone, altresì, come limite implicito alla totale parificazione degli strumenti finanziari partecipativi alle azioni. Nello stesso

Al contrario, l'impiego delle parole "obbligazione" o "strumento finanziario" non assume la medesima valenza "performativa", come è reso manifesto dallo stesso art. 2411, comma 3°, c.c., il quale assoggetta alla disciplina delle obbligazioni, gli strumenti finanziari "comunque denominati" che presentino caratteristiche che le accomunano tipologicamente alle obbligazioni. Lo stesso può tuttavia avere una valenza performativa negativa, nel senso di impedire la qualificazione di quello strumento di investimento come azione. Si immagini, per fare un esempio di particolare evidenza, che una società per azioni abbia emesso, oltre ad azioni ordinarie, anche strumenti finanziari i quali, tuttavia, abbia preteso di dotare del diritto di voto nell'assemblea generale, in contrasto con l'art. 2351, comma 5°, c.c.: la qualificazione non azionaria dello strumento partecipativo (a prescindere dall'imputazione dell'apporto a patrimonio netto o a debito) non consente la riqualificazione in azioni, ma impone di affermare la nullità della disposizione statutaria sul voto ed, eventualmente, dell'emissione stessa. Con la conseguenza, allora, che non potrà residuare spazio per l'applicazione del divieto del patto leonino, neppure là dove i sottoscrittori di azioni abbiano rinunciato a tutto l'utile di gestione o si siano accollati tutto il rischio di perdite a favore dei titolari di strumenti finanziari o degli obbligazionisti: potrà solo effettuarsi una verifica di causalità in concreto del rapporto con questi ultimi, sia esso inquadrabile in un contratto tipico — nel qual caso, come meglio vedremo nel prossimo paragrafo, il controllo sarà di conformità tipologica — o atipico — nel qual caso potrebbe essere quello di meritevolezza secondo l'ordinamento giuridico.

4. Le conclusioni del precedente paragrafo devono ora verificarsi con l'ipotesi che il diritto di riacquisto a prezzo definito tragga fonte non dallo statuto, ma da una pattuizione ad esso estranea (in questo senso, quindi, parasociale), e perciò per definizione priva di rilievo reale. Essendosi posto in discussione il principale argomento impiegato dalla sentenza in commento per affermare la meritevolezza dell'interesse perseguito con l'opzione *put* a prezzo definito, ritenuta pattuizione atipica, il giudizio positivo dovrà conseguire a considerazioni diverse ed ulteriori. Appare peraltro doveroso affrontare il dubbio se sia corretto escludere che il collocamento sul piano parasociale di una pattuizione che sarebbe illegittima sul piano sociale costituisca elusione in frode alla legge, tale da rendere illecita la causa (art. 1344 c.c.): dubbio che la sentenza supera, ma senza adeguato approfondimento.

Per impostare correttamente il discorso occorre, anzitutto, considerare che non tutto ciò che è parasociale — nel senso di esterno all'atto costitutivo e allo statuto, ma collegato al rapporto sociale — è anche atipico e, quindi, da sottoporsi a giudizio di meritevolezza.

A riguardo delle opzioni *put* a prezzo definito, parte della dottrina (25) non ha esitato a richiamare la figura tipizzata del contratto di riporto per affermare come

---

senso, pur non richiamando il divieto del patto leonino, NOTARI e GIANNELLI, *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, in *Commentario Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, 93; SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e materiali del Consiglio nazionale del Notariato*, suppl. al n. 2/2004, 226 e, in una prospettiva più generale, ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012, 502, nt. 127. Al contrario, non ritiene sussistente alcun limite nella determinazione statutaria dei diritti patrimoniali degli strumenti finanziari, VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella società per azioni*, Torino, 2012, 257 s., nt. 230.

(25) Soprattutto, BARCELLONA (nt. 8), 43 ss., ma v. anche MINERVINI (nt. 9), 771; nonché Arb., 7 aprile 2000, Minervini *Presidente*, Giorgianni e Cuffaro *Componenti* (nt. 9), 977 s., richiamandosi anche all'istituto della vendita a termine di titoli di credito (art. 1531 c.c.). In particolare gli arbitri Minervini e Cuffaro hanno affermato che « generalizzando, si deve ritenere che limite all'applicazione del divieto del patto leonino ai patti parasociali sia che questi abbiano un'autonoma causa valida », tipica o atipica.

l'ordinamento reputi senz'altro meritevole di tutela l'accordo nel quale una parte trasferisce in proprietà ad un'altra parte titoli di credito, tra cui azioni di società, per ricevere da questa mezzi finanziari con un patto di riacquisto a prezzo definito, maggiore o minore. Similmente, altra parte della dottrina — seguendo sul punto l'impostazione della giurisprudenza francese — si è richiamata alla vendita a termine con patto di riscatto, ponendo al più il dubbio — ma dando indicazioni per superarlo — che possa integrarsi un patto commissorio vietato (26). Ne consegue che, qualora sia possibile in concreto ricondurre l'opzione *put* a prezzo definito nel riporto o nella vendita con patto di riscatto, che sono contratti di scambio e non associativi, *da una parte*, va esclusa la necessità di verifica della pattuizione sotto la lente del divieto del patto leonino e, *dall'altra parte*, va anche esclusa la possibilità di un sindacato giudiziale di meritevolezza a norma dell'art. 1322, comma 2°, c.c. Come accennato, resterà invece aperta l'indagine volta a verificare se l'unico scopo di tali contratti non sia quello di eludere una norma imperativa e se, perciò, gli stessi debbano reputarsi invalidi in quanto connotati da causa illecita, *ex art. 1344 c.c.*: sul punto ci soffermeremo in seguito, in questo e nel prossimo paragrafo.

Al momento appare prioritario sottolineare che non è detto che l'opzione *put* a prezzo definito debba necessariamente collocarsi in un contratto di riporto o di vendita con patto di riscatto, come invero dimostra il caso sottoposto all'attenzione della Corte, in cui il patto era contenuto in una lettera commerciale collegata ad un parallelo acquisto di partecipazioni da parte di due investitori che agivano di concerto, seppur con finalità individuali differenti, senza trasferimento di azioni dall'uno all'altro. Al cospetto di una tale fattispecie occorre chiedersi: *a)* in che senso si trattasse di accordi parasociali e *b)* se gli stessi fossero eventualmente riconducibili allo schema di qualche contratto tipico, evidentemente diverso dal riporto o dalla vendita con patto di riscatto, di cui non ricorrevano gli elementi.

Sotto il primo profilo, si deve osservare che non tutti gli accordi esterni all'atto costitutivo e allo statuto, che pur hanno relazione con il rapporto sociale, hanno la medesima rilevanza parasociale (27). Basti riflettere sulla circostanza che, ai fini dell'applicazione della disciplina di cui agli artt. 2341-*bis* e 2341-*ter* c.c., rilevano solo i patti che si propongono il fine di stabilizzare il governo societario o gli assetti proprietari e non anche quelli, pur certamente riconducibili alla sfera del parasociale in senso lato, ma privi di tale finalità: si pensi ai patti extrastatutari di prelazione, alle clausole di trascinalimento o accodamento (*tag o drag-along*) (28) o di soluzione dello stallo (*russian*

(26) In questo senso SANTAGATA, *Patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito* (nt. 9), 71 ss.

(27) Non a caso è consueta la distinzione tra convenzioni parasociali ed extrasociali: e v. RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali tra soci*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, a cura di Abbadessa-Portale, I, Torino, 2007, 448; STELLA RICHTER jr. (nt. 21), 275. Secondo alcuni autori, la distinzione tra le convenzioni parasociali e quelle extrasociali sarebbe data dalla assenza di una qualsiasi relazione con l'interesse sociale nelle seconde: in questo senso, ANGELICI, *La costituzione delle società per azioni* (nt. 21), 234; CORAPI (nt. 21), 182 ss. Contro tale distinzione, in particolare per i patti limitativi della circolazione, v. però; MELI, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Napoli, 1991, 47 ss.; FARENGA, *I patti parasociali*, Milano, 1987, 147.

Per la questione di nostro interesse, rileva in particolare la pronuncia del Trib. Verona, 26 maggio 2014 (nt. 6), che in una vicenda che coinvolgeva un patto di riacquisto a prezzo definito ne escluse sia la valenza sociale che parasociale, utilizzando proprio il riferimento all'art. 2341-*bis* c.c.; sul punto v. anche i rilievi critici di ACCIETELLA (nt. 6), 747 s.

(28) In tema di clausole di covendita (di accodamento e di trascinalimento), cfr. DE LUCA e FERRANTE, *Clausole di trascinalimento e accodamento* (*drag- e tag-along*), in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa-Portale, I, Milano, 2016, 683 ss.; DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Milano, 2013, 59 ss.; SALVATI, *I limiti statutarie alla circolazione delle azioni. Il diritto al*

*roulette*) (29). Già questa riflessione avrebbe potuto condurre ad escludere, nel caso di specie, l'applicazione extrastatutaria del divieto del patto leonino, dato che questo — secondo l'interpretazione moderna e diffusa, che ne identifica la finalità con l'obiettivo di impedire l'esercizio irresponsabile dei diritti sociali (30) — può considerarsi attinente al governo della società, ma non ha nulla a che vedere con la circolazione delle partecipazioni o con la stabilizzazione degli assetti proprietari.

Sotto il secondo profilo, l'analisi del caso concreto porta ad identificare nella scalatrice (Sopaf) l'interesse a finanziare un proprio "affare" — consistente nell'acquisizione della banca *target* — attraverso un "apporto finanziario" da parte di un investitore (DeA), al quale è fatta la promessa di una partecipazione agli utili di quell'affare, ma con la garanzia di un rendimento minimo e senza partecipazione alle perdite. Tale accordo, pur riconducibile alla sfera del parasociale in quanto attinente alla (successiva) circolazione delle partecipazioni, presenta all'evidenza gli elementi della cointeressenza impropria. Ed invero, è proprio la caratteristica di questo contratto — sottotipo del contratto tipico di associazione in partecipazione (31) — quella di prevedere la partecipazione di un investitore ad un affare od impresa altrui, con

*disinvestimento*, Milano, 2011, 255; D'ALESSANDRO, *Patti di « co-vendita »* (tag along e drag along), in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 373; STABILINI e TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 949; MACRÌ, *Patto parasociale di prelazione e di covendita e denunziatio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 101.

(29) Circa l'ammissibilità della clausola atipica cd. *russian roulette*, in quanto non viola il divieto di patto leonino cfr. Trib. Roma, 19 ottobre 2017 (nt. 13).

(30) Il divieto di patto leonino in quest'ottica obbedisce a ragioni di ordine pubblico-economico. Infatti, se fosse lecito, sia come clausola statutaria che parasociale, esonerare un socio dall'incidenza delle perdite, egli si troverebbe in costante conflitto con l'interesse con gli altri soci che, al contrario, possono perdere e guadagnare. Addirittura, si sfiorerebbe il parossismo qualora il socio "leone" fosse titolare di una partecipazione maggioritaria: egli potrebbe essere spinto a compiere scelte avventate, noncurante dell'interesse sociale e degli altri soci. In tal senso SANTIAGATA, *Il divieto del patto leonino* (nt. 9), 543; ID. (nt. 7), 752, nt. 5; MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007, 27 (in particolare nt. 75); ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 150; più risalenti: MINERVINI (nt. 9), 776; OPPO (nt. 9), 527; N. PIAZZA (nt. 9), 528; BOLAFFI, *La società semplice*, Milano, 1975, 499 s.; GHIDINI, *Società personali*, Milano, 1972, 316; SIMONETTO (nt. 18), 137 s.; in giurisprudenza, v. la giurisprudenza citata a ntt. 4-5. Contro questa prospettiva si pone BARCELLONA (nt. 8), 113 ss., il quale ridimensiona l'importanza del divieto in oggetto, poiché ritiene che abbia una efficacia solamente dichiarativa di principi giuridici desumibili altrove: prima ancora che per contrasto con il divieto di patto leonino, una clausola statutaria che escludesse un socio dagli utili, contrasterebbe con la stessa causa societaria, infatti, la partecipazione agli utili per l'A. è « elemento tipico ed essenziale » del contratto di società. Pertanto, una clausola societaria che negasse detta partecipazione sarebbe nulla perché *contra legem*.

(31) Secondo parte della dottrina, la cointeressenza impropria rappresenta una forma di associazione in partecipazione, dalla quale differisce solo perché in essa manca una partecipazione alle perdite e si distingue così dalla cointeressenza propria in quanto in quella impropria è necessario l'apporto all'attività di impresa: in tal senso, GHIDINI, *L'associazione in partecipazione*, Milano, 1959, 127; ed in giurisprudenza, Cass., 15 aprile 1993, n. 4473. Secondo RUBINO DE RITIS, *sub art. 2554 c.c.*, in *Commentario Gabrielli*, VI, artt. 2511-2574, Torino, 2014, 742 s., l'inciso dell'art. 2554 c.c. « senza il corrispettivo di un determinato apporto », è da ricondurre non soltanto alla cointeressenza propria, ma anche a quella impropria (in senso analogo v. WEIGMANN, *Cointeressenza*, in *D. disc. priv., sez. comm.*, III, Torino, 1988, 124 s.; DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999, 93; RUBINO DE RITIS, *Associazione in partecipazione con apporto di un bene in godimento e locazione*, in *Giur. comm.*, 1991, II, 116), pertanto, sarebbe proprio la mancanza dell'apporto a differenziare l'istituto della cointeressenza (in generale), dall'associazione in partecipazione.

eventuale garanzia di un rendimento minimo (32), ma senza partecipazione alle perdite, e cioè con un diritto di credito incondizionato al rimborso del capitale (e alla percezione dell'interesse). In giurisprudenza, è consolidato l'orientamento che esclude l'applicabilità del divieto del patto leonino all'associazione in partecipazione con patto di esclusione dalle perdite (cointeressenza impropria), proprio perché contratto di scambio, non associativo (33).

È dunque legittimo chiedersi se la legittimità dell'opzione *put* nel caso di specie non dovesse discendere dalla riconduzione delle pattuizioni *inter partes* ad una cointeressenza impropria. Al riguardo, la questione che propriamente si pone — e si sarebbe potuta porre in giudizio — è se nel rapporto tra più investitori possa aversi causa di cointeressenza impropria, anziché di società, anche quando a fronte dell'apporto finanziario venga attribuita la titolarità di strumenti tipizzati di partecipazione societaria, e cioè azioni, obbligazioni o strumenti finanziari: se, in altri termini, possa essere assunta la prospettiva della società per azioni come forma organizzativa dell'impresa o dell'affare (34) per ricondurre taluni rapporti tra diversi investitori ad una causa non associativa ma di scambio, e perciò sottratta al divieto del patto leonino. La soluzione affermativa a tale dubbio è agevole — e, come visto nel precedente paragrafo, può essere estesa anche al terreno delle pattuizioni sociali — se l'operazione di finanziamento partecipativo si realizza mediante acquisto o sottoscrizione di obbligazioni partecipanti, espressive di un finanziamento remunerato in relazione all'andamento economico della società (art. 2411, comma 2°, c.c.), ma garantito nel minimo (35), o di strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6°, c.c., connotati dal diritto al rimborso

---

(32) Ritenuta perfettamente compatibile con il tipo: e v. Cass., 21 giugno 1988, n. 4235; Cass., 14 gennaio 1982, n. 197, in *Riv. not.*, 1982, 235; Cass., 22 dicembre 1981, n. 6750 (tutte in materia di associazione in partecipazione con apporto di lavoro).

(33) È costante l'orientamento della giurisprudenza [Cass., 1 ottobre 2008, n. 24376; Cass., 23 gennaio 1996, n. 503; Cass., 15 aprile 1993, n. 4473; Cass., 21 novembre 1985, n. 5759; Cass., 14 gennaio 1982, n. 197 (nt. 31); Cass., 22 dicembre 1981, n. 6750, (nt. 31)], secondo cui al contratto di associazione in partecipazione non si applica il divieto del patto leonino, dettato in materia societaria dall'art. 2265 c.c., ai sensi del quale è vietato che uno o più soci siano esclusi in modo totale e costante dagli utili o dalle perdite; quanto alla posizione dell'associato, l'unica regola inderogabile consiste nel divieto, posto dall'art. 2553 c.c., di porre a carico del medesimo perdite in misura superiore al suo apporto, potendo invece le parti determinare tale onere in misure diverse dalle partecipazioni agli utili o anche escluderlo del tutto, come avviene nella c.d. cointeressenza impropria.

(34) E v. le note pagine di ANGELICI (nt. 27), 344 ss.

(35) Ciò a fronte del fatto che secondo un orientamento che si contrappone alla qualificazione più tradizionale, è possibile emettere obbligazioni non soltanto a titolo di mutuo, ma anche a fronte di altri negozi causali: in tal senso, sia permesso rinvio a cfr. DE LUCA e STAGNO D'ALCONTRES, voce *Obbligazioni di società*, in *Enc. dir.*, aggiornamento-VI, Milano, 2002, 785 ss., i quali individuano dei casi in cui la società potrebbe trarre utilità dall'emissione di obbligazioni, non riconducibili allo schema del mutuo, ad es. nell'ipotesi in cui per ristrutturare un debito, ex art. 160 l. fall., la società emetta obbligazioni da assegnare ai propri creditori; o ancora, nel caso in cui una società emetta obbligazioni da assegnare agli azionisti a titolo di dividendi, o ai propri amministratori o dipendenti come premi di produttività, per non privarsi immediatamente della liquidità. Analogamente, dopo la riforma, SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in questa *Rivista*, 2009, I, 621; AUDINO, in *Il nuovo diritto delle società. Commentario* a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005 1229; CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni. Delle obbligazioni*, in *Commentario Scialoja-Branca*, artt. 2410-2420ter, Bologna-Roma, 2005, 9; BRANCADORO, *sub art. 2410*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, II, artt. 2380-2448, Napoli, 2004, 930, nt. 7; mostra qualche perplessità, GINEVRA, *Nullità post-conversione di delibera di emissione di obbligazioni bancarie convertibili?*, in *Giur. comm.*, 2003, II, 257; propende esclusivamente per la natura mutuatizia PATRIARCA, *sub art. 2410*, in *Le società per azioni. Commentario* diretto da Abbadessa-Portale, I, Milano, 2016, 2006 s.; nonché CAMPOBASSO (nt. 22), 522.

e da interessi correlati a — ma non esclusivamente dipendenti dal — l'andamento economico della società: non a caso frequente è la sussunzione di tali ultimi strumenti alla funzione negoziale dell'associazione in partecipazione e, più precisamente, della cointeressenza impropria (36).

La medesima soluzione affermativa è invece più complessa se a rappresentare l'investimento — come accade nella normalità delle operazioni di *venture capital* — sono azioni o, comunque, partecipazioni al capitale della società che “dà veste” all'affare (37). Data anche la rilevanza economica del fenomeno, non può accettarsi una soluzione fondata sul solo rilievo formale che se la pattuizione è collocata nello statuto allora viola il divieto del patto leonino, mentre se è collocata al suo esterno — come sostiene l'annotata sentenza in linea anche con parte della dottrina — è valida perché non è atta ad interferire sul piano dei rapporti tra socio e società. Si tratta di una soluzione semplicistica, rifiutata dalla migliore letteratura e, soprattutto, inappagante.

Al riguardo, deve essere valorizzato il significato del divieto di assoluta esclusione dalle perdite, all'interno della proibizione di pattuizioni leonine, quale regola che induce all'esercizio responsabile dei diritti sociali. Se infatti è questo il significato di tale divieto, deve allora operarsi una applicazione — e, se necessario, una riduzione — teleologica (*teleologische Reduktion*) della norma di legge ed affermarsi la legittimità del patto parasociale di esenzione dalle perdite e/o di rendimento garantito — che, quindi, non connota la partecipazione in senso oggettivo, in quanto assunta da altro socio sulla base di un contratto estraneo allo statuto — quando sia altresì escluso che il socio possa fare esercizio irresponsabile dei diritti sociali. Uno schema negoziale, questo, nel quale ben possono individuarsi gli elementi tipologici della cointeressenza impropria (38): ed infatti, fondamento della non soggezione dell'associazione in partecipazione al divieto del patto leonino è proprio l'esistenza della doppia regola, che connota la fattispecie sotto il profilo tipologico, secondo cui, *da una parte*, i terzi acquistano diritti e assumono obbligazioni soltanto verso l'associante (art. 2251 c.c.), cui è imputata la titolarità del patrimonio d'impresa (ma non necessariamente quella dell'apporto) e, *dall'altra parte*, la gestione dell'impresa o dell'affare spetta (cioè: deve spettare) esclusivamente all'associante, potendosi attribuire all'associato solo determi-

(36) E v. infatti ABRIANI (nt. 15), 334 s.; GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato Galgano*, XXIX, Padova, 2003, 135; MIGNONE, *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. soc.*, 2006, 1030; PATRIARCA (nt. 35), 2018 ss.; SPADA (nt. 34) 621, 641. Sul punto v. anche, ANGELICI (nt. 22), 505 s., nt. 135.

(37) La soluzione affermativa al quesito proviene dal più volte citato Arb., 7 aprile 2000, Minervini *Presidente*, Giorgianni e Cuffaro *Componenti* (nt. 9), 979.

(38) Non a caso — si può osservare per inciso — pur nel vivo dibattito che anima e ha animato il punto, nessuno ha mai proposto di scrutinare la legittimità della prelazione impropria — che presenta vistosi elementi problematici comuni alla opzione *put* a prezzo definito — alla luce del divieto del patto leonino. In tema di prelazione impropria, v. STANGHELLINI (nt. 25), 585; più risalenti, v. PAVONE LA ROSA, *Brevi osservazioni in tema di limiti statuari alla circolazione delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1997, 638; MELI (nt. 26), 24 ss.; MOSCARINI, voce *Prelazione* in *Enc. Dir.*, XXXIV, Milano, 1985, 982; nonché nella manualistica, STAGNO D'ALCONTRES e DE LUCA (nt. 11), 279; e G.F. CAMBOASSO (nt. 22), 236, che ne ammette la validità purché all'alienante sia offerto, in ogni caso, un giusto corrispettivo per le azioni, di conseguenza esclude che la parità di condizioni sia elemento essenziale della clausola di prelazione. In giurisprudenza v. Trib. Verona, 4 ottobre 2010, in *Società*, 2011, 386, con nota di R. AMBROSINI, *Clausola statutaria di prelazione « impropria » e condizioni di validità della denuncia*; Trib. Milano, 24 maggio 2010, in *Giur. it.*, 2011, 353. Un importante indirizzo notarile, tuttavia esclude la prelazione impropria nel caso in cui sia finalizzata ad attribuire al socio intenzionato ad alienare, un corrispettivo inferiore rispetto a quello che otterrebbe in caso di recesso, sul punto cfr. Cons. Not. Milano, *Massime* n. 85 e 86 del 15 novembre 2005.



nati poteri di controllo (art. 2552 c.c.) (39). Con la conseguenza che là dove si riservasse all'associato la compartecipazione alla gestione dell'affare, conservandogli l'immunità dalle perdite, questo stesso accordo dovrebbe qualificarsi società e la pattuizione relativa all'esclusione delle perdite dovrebbe giudicarsi illegittima per violazione del divieto del patto leonino.

Una impostazione del genere sembrerebbe adombrata anche dalla sentenza in commento, là dove esclude la correttezza dell'argomento sul recesso occulto proprio sul rilievo che, assicurata ai creditori l'intangibilità del (patrimonio corrispondente al valore del) capitale, nulla vieta che ad assumere l'obbligo di liquidazione sia un altro socio. Occorre tuttavia l'essenziale precisazione che un tale diritto potrà sì concepirsi, ma solo a condizione che al socio che ne beneficia non sia riconosciuta la possibilità di esercitare irresponsabilmente i diritti sociali. In quel caso, infatti, diversamente da quanto ritenuto dalla sentenza in commento, si darebbe corso ad un contratto parasociale che ha lo scopo di eludere il divieto del patto leonino e che, dunque, merita di essere censurato per illiceità della causa, ex art. 1344 c.c.

5. Abbracciata la prospettiva delineata nel precedente paragrafo, si può affermare che l'opzione parasociale *put* a prezzo definito è legittima, in quanto sfugge al divieto di patto leonino, fintanto che riguarda azioni o partecipazioni inidonee sulla base della conformazione dei poteri statuari a conferire al titolare un diritto autonomo di concorrere alla gestione della società, soprattutto mediante la nomina di amministratori esecutivi — è ammissibile infatti, in materia di strumenti finanziari partecipativi, la riserva ai relativi portatori di un amministratore indipendente o di un sindaco (art. 2351, comma 5°, c.c.) — nonché mediante poteri anche assembleari di interdizione dell'operato degli amministratori: in questo senso, non dovrebbero aversi esitazioni a giudicare compatibile l'opzione *put* parasociale con la titolarità di azioni prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato a specifiche materie, al pari di quanto può farsi per gli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi e nei limiti per questi elaborati (40). Viceversa, la medesima opzione *put* appare incompatibile con il riconoscimento di un potere anche solo interdittivo (ad es., mediante definizione statutaria di maggioranze rafforzate) relativo alla nomina e revoca della maggioranza degli amministratori (specialmente di quelli esecutivi), ovvero sull'approvazione del bilancio, sui piani strategici e finanziari della società, e così via. Analoga considerazione vale anche per l'accordo volto ad attribuire al socio temporaneo il potere di orientare il voto

---

(39) La rilevanza tipologica e il collegamento stretto tra esclusiva responsabilità dell'associante e riserva allo stesso dei poteri di gestione dell'impresa o dell'affare sono lucidamente illustrati da RUBINO DE RITIS, *sub* artt. 2551 e 2552 c.c., in *Commentario* Gabrielli, VI, artt. 2511-2574, Torino, 2014, 710 ss., spec. 726 e 730; sui poteri che possono essere attribuiti all'associato, v. ampiamente MIGNONE, *L'associazione in partecipazione*, in *Commentario* Schlesinger, Milano, 2008, 345 ss.. L'A. per primo citato prende peraltro posizione nel senso che « la traslazione di poteri gestori... non deve comportare un'alterazione delle caratteristiche tipologiche del contratto, tale da non consentire più di inquadrare la fattispecie nell'ambito dell'associazione in partecipazione ». In questo senso si sostiene in modo convincente che, nonostante una somiglianza tra la figura dell'associato in partecipazione e l'accomandante, va escluso che all'associato possano essere conferite procure generali o anche speciali per specifici affari; e si aggiunge che « dal punto di vista dell'amministrazione interna, all'associato non può essere attribuito alcun potere decisionale, ma al più — il che è diverso — autorizzazioni ricollegabili all'attività di controllo prevista nel contratto ».

(40) Sul punto, cfr. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012, 240 ss.; CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di voce*, Milano, 2006, 63 ss.; LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 1, *ivi* a 13 ss.; NOTARI (nt. 11), 80; nonché nella manualistica, G.F. CAMPOBASSO (nt. 22), 216 ss., in particolare nt. 52; STAGNO D'ALCONTRES e DE LUCA (nt. 11), 495 ss.

assembleare della maggioranza ed, eventualmente, la gestione della società: anche la sola assunzione di responsabilità risarcitoria del socio maggioritario in caso di esercizio del voto in modo non conforme al patto appare situazione sufficiente per affermare un potere di influenza determinante del socio temporaneo — e potrebbe infatti parlarsi di indici di controllo congiunto (41) — incompatibile con il diritto di opzione *put* a prezzo definito.

In generale, per giudicare la compatibilità dell'opzione *put* a prezzo definito con l'eventuale esercizio di prerogative societarie atte ad influenzare la gestione della società partecipata occorrerà anzitutto procedere al giudizio di conformità tipologica con il contratto tipico al quale gli accordi parasociali possono essere ricondotti e, solo nel caso in cui non sia possibile alcuna riconduzione a contratti tipici, eventualmente volgere a quello di meritevolezza secondo l'ordinamento giuridico. Anche nel campo dei contratti riconducibili ad un determinato tipo negoziale — come il riporto, la vendita con patto di riscatto o la cointeressenza impropria — ma al contempo collegati ad un rapporto sociale deve riconoscersi il potere del giudice di operare il giudizio di conformità tipologica tenendo conto delle pattuizioni parasociali come espressive di *Inhaltsfreiheit*, prima che di *Typenfreiheit* (42). Se il giudizio di conformità tipologica restituisce risultato positivo, il giudice agisce correggendo il contenuto del contratto, epurandolo dalle pattuizioni incompatibili con il tipo e la sua disciplina imperativa, e cioè estranee alla *Inhaltsfreiheit*. Nel caso specifico dell'opzione *put*, se il giudice riconosce nella partecipazione a scopo di finanziamento la prevalente funzione negoziale della cointeressenza impropria non può tollerare l'inserimento di pattuizioni attributive di un potere di concorrere nella o di influenzare la gestione, perché queste sono incompatibili con la disciplina inderogabile del tipo, e devono perciò cadere.

Al riguardo, è tuttavia da escludersi che possa aversi riconduzione della partecipazione a scopo di finanziamento nella cointeressenza impropria in presenza di poteri insuscettibili di sterilizzazione giudiziale, come accadrà tutte le volte in cui le azioni o le partecipazioni siano dotate del diritto di voto e, per conformazione statutaria, al socio sono riservati poteri incompatibili con la garanzia di rendimento o con l'opzione a prezzo definito. In questi casi, il giudice non potrà fare altro che valorizzare tali elementi, anche se esterni al contratto parasociale, per escludere la validità della pattuizione relativa alla esenzione dalle perdite o alla garanzia di rendimento. Al riguardo va precisato che l'eventuale giudizio di non conformità tipologica alla cointeressenza impropria non può consentire una ulteriore valutazione dell'accordo attraverso la lente del giudizio di meritevolezza, perciò in termini di *Typenfreiheit*. Pare infatti assorbente il rilievo che la funzione in concreto attribuita alla pattuizione dalle parti è quella direttamente vietata dal patto leonino: pare doversi affermare, sebbene diversamente da quanto ritenuto dalla Corte, che un contratto parasociale che ha una funzione vietata, in quanto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa, quale il divieto del patto leonino, ha causa illecita ed è nullo *ex art. 1344 c.c.* In questo caso, il giudice non ha alcun potere di valutare la meritevolezza della pattuizione e deve, dunque, dichiararne la nullità.

6. In conclusione di queste note, va espressa condivisione per la sensibilità mostrata dalla Suprema Corte per le espressioni della autonomia privata elaborate da una pratica degli affari reputata corretta e da giudicarsi meritevoli di protezione giuridica, come quelle atte a consentire partecipazioni a scopo di finanziamento.

---

(41) E v. infatti CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. soc.*, 2007, 1, *ivi* 55 s.

(42) Sulla differenza tra sussunzione al concetto e riconduzione al tipo, v. le raffinate e non superate pagine di DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Milano, 1974, spec. 123 s.



L'esame del caso e delle motivazioni addotte per la sua soluzione hanno, tuttavia, posto in luce la necessità di un ulteriore affinamento degli strumenti di valutazione. In particolare, diversamente da quanto sostenuto dalla sentenza commentata, è emerso come non possa escludersi la rilevanza di pattuizioni leonine contenute in accordi parasociali: la valenza sotto il profilo meramente obbligatorio tra le parti contraenti non esclude il *vulnus* al principio che la migliore dottrina — seguita dalla giurisprudenza — assegna al divieto del patto leonino e che attiene — secondo la stessa rubrica dell'art. 2265 c.c. — ai *rapporti tra soci*. Si impone, pertanto, di giustificare la compatibilità delle opzioni *put* a prezzo definito con il sistema nel suo complesso analizzando più da vicino il rapporto tra il socio che beneficia dell'opzione e quello che vi soggiace. Come è stato già riconosciuto in passato, tale rapporto può essere alle volte inquadrato in alcune figure tipiche — come la vendita con patto di riscatto o il riporto — che tollerano, data la funzione di scambio, garanzie di esenzione dalle perdite e di rendimento garantito. Nel caso di specie sono stati rintracciati gli elementi tipologici della cointeressenza impropria, pure sottratta secondo la giurisprudenza alla proibizione di pattuizione leonina ma — ed è questo il profilo di maggiore rilievo — a condizione che sia esclusa la compartecipazione dell'associato alla gestione dell'impresa o dell'affare. Se, dunque, è ammissibile utilizzare gli strumenti di partecipazione societaria — azioni, obbligazioni o strumenti finanziari — per realizzare operazioni di *venture capital* con garanzia di rimborso e/o di rendimento, deve essere tuttavia assicurato che all'investitore — anche se dotato di azioni o altre partecipazioni al capitale — non sia dato modo di esercitare irresponsabilmente i diritti sociali: in caso contrario, la pattuizione *put* collocata a livello sociale cade per violazione del patto leonino e quella collocata a livello parasociale cade perché idonea a rendere illecita la causa del contratto, volto all'elusione di una norma imperativa.

NICOLA DE LUCA  
*Prof. ass. di Diritto commerciale  
nell'Università della Campania "Luigi Vanvitelli"*