

L'OPZIONE PUT E IL DIVIETO DI PATTO LEONINO – UN NUOVO TENTATIVO DELLA SUPREMA CORTE

CASSAZIONE CIVILE, SEZ. I, ORDINANZA N. 27227 DEL 7 OTTOBRE 2021

1. INTRODUZIONE

Con il provvedimento in epigrafe, la Corte di Cassazione è tornata ad esprimersi su una questione a lungo dibattuta tra gli operatori del diritto, vale a dire quella relativa alla nullità del patto parasociale contenente un'opzione *put*¹ a prezzo fisso per violazione del divieto di patto leonino (i.e. il patto per il quale un socio è escluso da ogni partecipazione agli utili e/o alle perdite).

In particolare, più volte è stato asserito che un simile opzione costituirebbe una violazione del divieto di cui all'articolo 2265 c.c., nella misura in cui l'attribuzione ad un socio del diritto di vendita della propria partecipazione consente al medesimo di rientrare dell'intero investimento in società e, conseguentemente, di manlevarlo da eventuali perdite.

Come si vedrà nel prosieguo, con siffatto provvedimento, la Cassazione ha espressamente dichiarato la liceità del patto parasociale in forza del quale viene concessa al socio investitore un'opzione *put* al prezzo di acquisto della partecipazione, con l'aggiunta degli interessi e del rimborso dei versamenti medio tempore operati in favore della società.

2. I PRECEDENTI RICHIAMATI DALLA CASSAZIONE

Nella decisione de qua la Suprema Corte ha richiamato integralmente il principio di diritto già da essa in precedenza affermato con sentenza n. 17498 del 4 luglio 2018, secondo cui *“è lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di una società azionaria, con il quale l'uno, in occasione del finanziamento partecipativo così operato, si obblighi a manlevare l'altro*

¹ Le *put* option sono accordi con cui l'acquirente acquista, con il pagamento del premio, il diritto, ma non l'obbligo, di vendere un determinato bene a un prezzo specifico (Cass. Civ. Sez. III, n. 763 del 19 gennaio 2016).

PUT OPTION AND VIOLATION OF THE SO-CALLED “PATTO LEONINO” – A NEW ATTEMPT OF THE ITALIAN SUPREME COURT

ITALIAN SUPREME COURT, SEZ. I, ORDER NO. 27227 DATED OCTOBER 7, 2021

1. INTRODUCTION

With the captioned order, the Italian Supreme Court has once again expressed its opinion on a long-debated question regarding the invalidity of a shareholders' agreement including a fixed price put option¹ due to its violation of the mandatory law provision called *“divieto di patto leonino”* (i.e. the agreement whereby a shareholder is excluded from any participation to profits and/or losses).

In particular, on several occasions, it has been asserted that a similar put option would constitute a violation of the prohibition set forth in article 2265 of the Italian Civil Code to the extent that the shareholder's right to sell its participation would allow him to recover from the entire investment made in the company and, consequently, to be exempted from the risk of incurring any loss.

As detailed below, with this order the Italian Supreme Court expressly declared the lawfulness of a shareholders' agreement whereby an investor is granted with a put option which allows it to sell its equity participation for a purchase price equal to the amount invested plus the relevant interest accrued thereon and the amount of any further equity injection made by the same investor into the company.

2. PRECEDENTS MENTIONED BY THE ITALIAN SUPREME COURT

The Italian Supreme Court issued the captioned order by making reference to a principle already set out by a previous ruling no. 17498, of July 4, 2018, according to which *“it is deemed lawful and deserving of protection the agreement entered into by the shareholders of a company, whereby one of them, as a consequence of the equity financing operated by the other one, undertakes to*

¹ Put options are agreements whereby the buyer acquires the right, but not the obligation, to sell a specific asset at a specific price by paying a premium (Cass. Civ. Sez. III, judgment of January 19, 2016, no. 763).

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". Per mezzo di tale decisione la Cassazione, per la prima volta, si era discostata dall'orientamento maggioritario, dichiarando l'opzione put a prezzo definito lecita e non elusiva del divieto di patto leonino ex art. 2265 c.c.

Nel percorso argomentativo della Suprema Corte, è richiamata una ulteriore giurisprudenza di legittimità (i.e. Cassazione n. 8927 del 29 ottobre 1994) la quale aveva statuito che, affinché si possa parlare di patto nullo ex art. 2265 c.c., è necessario che l'esclusione da ogni partecipazione agli utili o alle perdite sia "assoluta e costante" e che tale esclusione "alteri la causa societaria nei rapporti con l'ente società".

3. I CONTRASTANTI ORIENTAMENTI DELLA GIURISPRUDENZA DI MERITO

La posizione assunta dalla Cassazione nell'ordinanza n. 17498 del 2018 non era stata però condivisa da parte della successiva giurisprudenza di merito. In particolare, la Corte di Appello di Milano, con sentenza del 13 febbraio 2020 statuiva, rifacendosi alla pregressa sentenza di riferimento sul tema (i.e. Cassazione 8927/1994), che un'opzione put come quella in oggetto risultasse in contrasto con il divieto di patto leonino, in quanto induce il socio a disinteressarsi della proficua gestione della società, avendo comunque assicurato il guadagno o restando esonerato da ogni possibile perdita. Tale violazione derivava, quindi, dalla frustrazione della causa societatis, che rendeva tale previsione parasociale viziata da nullità. Inoltre, la Corte di Appello, sempre riprendendo detta Cassazione n. 8927/1994, evidenziava che un esonero assoluto e costante dalla sopportazione delle perdite costituiva elusione del divieto del patto leonino, "divieto che, per giurisprudenza consolidata, deve essere riguardato in senso sostanziale e non certamente formale".

Le sentenze del Tribunale di Milano del 27 marzo 2020 e del 23 luglio 2020, invece, riconducevano la violazione del divieto di patto leonino alla sola esclusione dalla sopportazione di qualsiasi perdita.

indemnify the latter from any negative consequences of the contribution made into the company, through the granting of a time-framed put option entailing the obligation to purchase the shareholding at a predetermined price equal to the purchase price paid plus interests, along with all payments made in favor of the company in the meanwhile."² By means of this ruling, the Italian Supreme Court, for the first time, departed from the majority case-law opinion, declaring the put option at a defined price as lawful and not elusive of the prohibition of the so-called "patto leonino" pursuant to article 2265 of the Italian Civil Code.

The reasoning of the Italian Supreme Court makes reference also to other previous case law (Italian Supreme Court, judgment of October 29, 1994, no. 8927) which had ruled that, in order to define an agreement as void and null pursuant to article 2265 of the Italian Civil Code, it is necessary that the exclusion from any participation in profits or losses is "absolute and constant" and that such exclusion must also "alter the causa societatis in the relationship with the company itself"³.

3. THE CONFLICTING CASE LAW

The position assumed by the Italian Supreme Court in the above-mentioned judgment no. 17498 of 2018 was not followed by the subsequent case law. In particular, the Court of Appeal of Milan, making reference to the previous rulings concerning the same issue (Italian Supreme Court no. 8927/1994), on February 13, 2020 ruled that a put option such as the one at hand, breached the prohibition of the so-called "patto leonino" since it would encourage shareholders' lack of interest in the management of the company whilst same shareholder is granted with profits or – in any case – exempted from possible losses. Therefore, according to the aforesaid Court of Appeal of Milan, such breach came from the frustration of the causa societatis that made invalid the relevant provision of the shareholders' agreement. In addition, the Court of Appeal, referring to the Italian Supreme Court decision no. 8927/1994, also pointed out that an absolute and ongoing exemption from bearing losses constituted a circumvention of the prohibition of the so-called "patto leonino", "a prohibition that, in accordance with constant case law, must be assessed in a substantive and non-formal way"⁴.

On the other hand, with judgments dated March 27, 2020 and July 23, 2020, the Court of Milan limited the breach of

²Translated content

³Translated content

⁴Translated content.

In particolare, argomentavano che nelle società di capitali, dove la responsabilità del socio è sostanzialmente limitata al conferimento iniziale (in virtù del principio di segregazione del patrimonio sociale da quello dei soci), una perdita del socio potrebbe realizzarsi solo nelle ipotesi di riduzione del capitale per perdite oltre 1/3 o addirittura sotto il minimo legale, poiché solo in queste ipotesi il socio sarebbe chiamato a effettuare ulteriori esborsi a meno di perdere l'importo investito.

Così ragionando, un'opzione put come quella in oggetto – seppur di principio non si porrebbe in contrasto con il divieto di patto leonino (almeno nella misura in cui non consenta al socio finanziatore di rientrare anche e soprattutto degli apporti effettuati per reintegrare il capitale sociale ai livelli di cui sopra) – ove consenta a quest'ultimo di rientrare altresì di quanto versato in data successiva al conferimento e, conseguentemente, di scaricare sugli altri soci perfino il costo delle perdite di esercizio che diminuiscono di oltre 1/3 il capitale sociale, è considerata in aperta violazione dell'art. 2265 c.c.. Pertanto, illecita.

4. LA SOLUZIONE ADOTTATA DALLA CASSAZIONE

Alla luce del contrastante panorama giurisprudenziale sopra delineato, l'ordinanza in commento potrebbe rappresentare un punto di svolta per la definitiva ammissibilità dell'opzione put a prezzo concordato, tale da consentire all'investitore di rientrare, entro una data definita nell'accordo parasociale, dell'intero investimento fatto maggiorato dell'interesse concordato.

In primis, la Suprema Corte ha precisato che, un accordo parasociale come quello in oggetto ha il fine pratico – seppur per il tramite dell'opzione *put* ivi inserita – di assecondare specifiche iniziative imprenditoriali, tutelate in quanto espressioni dell'autonomia negoziale privata. E ciò mediante la previsione, all'interno dell'accordo parasociale, di specifici e reciproci diritti e obblighi delle parti, al cui adempimento un contraente non può strumentalmente sottrarsi invocando – a posteriori – un preteso contrasto con norme imperative, quale è quella in commento.

In seconda battuta, la Suprema Corte ha precisato che, al fine di decretare la violazione del disposto ex art. 2265 c.c., è necessaria una esclusione dagli utili e/o dalle perdite tale da “*finire per alterare la causa societaria nei rapporti con l'ente-società, che trasla, quanto al socio*

the prohibition of the so-called “*patto leonino*” solely to the shareholders' exclusion from bearing any loss. In particular, the Court of Milan stated that in limited liability and joint stock companies, where the shareholder's liability is substantially limited to the initial contribution (due to the principle of segregation of the corporate assets from those of the shareholders), the shareholder can incur in losses only in case of reduction of the corporate capital for losses exceeding 1/3 or even below the legal minimum, since only in such case said shareholder would be required to make new injections unless losing the amount invested. This way, a put option as such – albeit in principle not in apparent contrast with the prohibition of the so-called “*patto leonino*” (at least insofar as it does not allow the financing shareholder to also (and mostly) retrieve the injections made for reinstating the corporate capital up to the aforesaid thresholds) – is considered in open breach of article 2265 of the Italian Civil Code insofar as it allows the latter to (i) take back even the amount paid subsequently to the contribution and, consequently, (ii) rebate on the other shareholders the cost of operating losses reducing the corporate capital by more than 1/3.

4. THE SOLUTION ADOPTED BY THE ITALIAN SUPREME COURT

In light of the contrasting case law outlined above, the order no. 27227/2021 could represent a turning point for the admissibility of a time-framed put option arrangement at an agreed price that allows the investor to be restored of its entire investment plus interests.

First of all, the Supreme Court stated that, a shareholders' agreement containing such put option has the practical purpose to support specific business initiatives, protected as expressions of private bargaining autonomy. Said purpose is achieved through the provision of specific and mutual rights and obligations for the parties within the shareholders' agreement.

Furthermore, the Italian Supreme Court has specified that, in order to breach article 2265 of the Italian Civil Code, it is necessary that the exclusion from profits and losses is capable of “*altering the causa societatis in the relationship with the company itself, which changes, with regard to the shareholder concerned by the exemption, from an associative relationship to a relationship of exchange with the corporate entity itself*”⁵.

interessato dall'esonero, da rapporto associativo a rapporto di scambio con l'ente stesso".

Pertanto, in considerazione dell'argomentazione seguita dalla Corte, il patto parasociale che contenga un'opzione put che consenta all'investitore – entro una certa data – di rientrare pienamente dell'investimento fatto, non altera la struttura e la funzione del contratto sociale, né tantomeno modifica la posizione del socio in società, sempreché *“il trasferimento del rischio sia puramente interno fra un socio e un altro socio o un terzo”*, senza cioè produrre alcun effetto verso la società medesima. Nel caso di specie, in funzione di quanto sopra, la Corte di Cassazione ha rigettato il ricorso proposto in quanto ha ritenuto che il patto concluso tra le parti di causa rispettasse ampiamente i requisiti di validità elaborati dalla suesposta giurisprudenza (non violando quindi il divieto di cui all'art. 2265 c.c. né altre norme di legge imperative). Al contrario, la *put* in esame garantirebbe – a riprova della natura sinallagmatica dell'accordo parasociale concluso – a una delle parti di rientrare dell'investimento iniziale (per il tramite di un temporaneo diritto di opzione di vendita) e all'altra di beneficiare del maggior valore di mercato della partecipazione oggetto dell'opzione *put*.

Therefore, in light of the above reasoning of the Supreme Court, the shareholders' agreement that includes a put option allowing the investor – within a certain date – to be fully restored of the investment made, does not alter the structure and purpose of the corporate contract (*contratto sociale*), nor even changes the shareholder's position inside the company, provided that *“the transfer of risk is purely internal between a shareholder and another shareholder or a third party”*⁶, and therefore, does not affect the company itself. In the case at hand, considering the foregoing, the Italian Supreme Court rejected the appeal as it deemed that the agreement between the parties fully complied with the validity requirements set out in the above-mentioned case law (thus not violating the prohibition established in article 2265 of the Italian Civil Code or other mandatory legislation). To the contrary – and this as a further demonstration of the synallagmatic nature of a shareholders' agreement – such put option would guarantee to one contracting party to be restored of its initial investment (by means of a time-framed put option) and to the other one to benefit from a possible higher market value of the shareholding subject matter of the put option.

⁶Translated content.

Luca Airaghi, Associate - Benedetta Ripa, Junior Associate