legalitax
STUDIO LEGALE E TRIBUTARIO

Corporate / M&A Department

February 2019

1. Tribunale di Napoli n. 7857 del 13 settembre 2018: annullabilità della delibera di approvazione del bilancio
   Judgment of the Court of Naples no. 7857 of September 13, 2018: voidableness of the approval of the financial statements' resolution

2. Approfondimento: Patti di opzione per la vendita di partecipazioni societarie (cd. opzioni put) a prezzo fisso: sviluppi giurisprudenziali e nuovi spiragli di legittimità
   Put option for the sale of shareholdings at a fixed price: case-law evolution and a recent case of validity

1 Tribunale di Napoli n. 7857 del 13 settembre 2018: annullabilità della delibera di approvazione del bilancio

Con sentenza del 13 settembre 2018 n. 7857, il Tribunale di Napoli ha annullato la delibera di approvazione del bilancio adottata dall'assemblea di una società a responsabilità limitata alla quale l'amministratore aveva preso parte non personalmente ma per mezzo di un soggetto da esso delegato, estraneo alla società.
La sentenza in commento, dopo aver compiuto un interessante *excursus* storico sulle funzioni proprie dell'organo amministrativo nelle società di capitali, enuclea alcuni compiti propri della carica di amministratore che, per espresso dettato normativo, sono riservati alla competenza dell'organo amministrativo e non possono essere partanto in alcun modo delegabili. Tra questi, in particolare, secondo i Giudici partenopei rivestirebbe particolare rilevanza l'inderogabilità della competenza, propria dell'organo amministrativo a mente dell'articolo 2475, ultimo comma cod. civ., a redigere il progetto di bilancio.
Nel caso di specie, il Tribunale, attraverso un'interpretazione sistematica e teleologica della norma testè citata, è giunto a ritenere che, non soltanto la predisposizione del progetto di bilancio, ma anche "*la partecipazione personale dell'organo amministrativo nell'assemblea dei soci per la presentazione e la discussione del progetto di bilancio ai fini dell'approvazione del medesimo costituisce un dovere dell'amministratore*" non sia delegabile a terzi
Alla stregua di quanto precede, il Tribunale conclude ritenendo che il conferimento da parte dell'amministratore di una delega a terzi per la partecipazione all'assemblea di approvazione del bilancio comporti, pertanto, l'annullabilità, ai sensi dell'articlo 2479 *ter* cod. civ., della conseguente delibera di approvazione del bilancio "*in quanto adottata su proposta di un soggetto non abilitato in assenza del vero organo amministrativo*".

ritorna all'inizio

Court of Naples sentence no. 7857 of September 13, 2018: cancellation of the resolution of the approval of the financial statements

By judgment No. 7857 of September 13, 2018, the Court of Naples declared voidable the approval of the financial statements' resolution adopted by the quotaholders' meeting of a limited liability company at which the director did not attend personally but through a proxy-holder outside the company.
The judgment, after having set an interesting outline of the functions typical of the administrative body of the limited liability companies, highlights some of which are responsibility of the administrative body as provided for by the law and, therefore, cannot be delegated in any way. In particular, according to the Court of Naples, the non-delegation of the responsibility proper of the administrative body as per Article 2475, last paragraph of the Italian Civil Code, is particularly important as regards the drawing up of the draft financial statements.
In the captioned matter, the Court, according to a systematic and teleological

interpretation of the aforementioned provision, considered that, not only the drawing up of the draft financial statements, but also "*the personal attendance of the administrative body at the quotaholders' meeting for the submission and discussion of the draft financial statements for the purpose of approval of the same is a duty of the director"* cannot be delegated to any third party.
In light of the above, the Court asserts that the granting of a proxy to a third party by the director for the attendance at the quotaholders' meeting for the approval of the financial statements, therefore, leads to the voidableness, pursuant to Article 2479 *ter* of the Italian Civil Code, of the subsequent resolution of approval of the financial statements "*since adopted upon proposal of a non qualified person in the absence of an actual administrative body*".

back to the top

---

2 Patti di opzione per la vendita di partecipazioni societarie (cd. opzioni put) a prezzo fisso: sviluppi giurisprudenziali e nuovi spiragli di legittimità

Il nostro ordinamento prevede all'art. 2265 cod. civ. il divieto di patto leonino. Tale divieto comporta la nullità di ogni patto tra soci finalizzato ad escludere totalmente uno di essi dalla partecipazione agli utili o alle perdite (o a entrambe). La norma è volta ad evitare che attraverso un simile patto un socio venga esonerato dal rischio d'impresa e, quindi, deresponsabilizzato nella gestione della società.
In virtù di tale principio, sono stati ritenuti nulli per violazione del divieto di patto leonino i patti di opzione per la vendita di partecipazioni societarie, nella prassi denominate "opzioni put", allorquando prevedono un prezzo fisso, pari o superiore a quello pagato dal socio per l'acquisto di detta partecipazione. Ciò in quanto permettono ad un socio di fuoriuscire dalla compagine societaria riscuotendo una determinata somma di denaro come corrispettivo della propria partecipazione a prescindere dal valore economico della stessa e dall'effettivo andamento della società.

1. La sentenza n. 8927 del 1994

La prima e più autorevole pronuncia, la sentenza di Cassazione del 29 ottobre 1994, n. 8927, ha stabilito i principi in materia di nullità delle opzioni put a prezzo fisso dettando i criteri che il giudice deve seguire per valutarne la legittimità alla luce del divieto di patto leonino.
Secondo detta pronuncia, in estrema sintesi, perché l'opzione put a prezzo fisso integri un patto leonino vietato è necessario che:
i) la pattuizione sia di rango statutario (ove sia di rango extrasociale deve avere come unica finalità quella di eludere il divieto di patto leonino);
ii) sulla base di una valutazione in concreto e nella sostanza, si ritenga che la pattuizione, tenendo conto del suo assetto complessivo, sia idonea ad escludere un socio in toto dalla partecipazione agli utili o alle perdite, non essendo sufficiente il mero giudizio formale;
iii) l'esclusione da ogni partecipazione agli utili o alle perdite sia assoluta e costante (questi due requisiti vengono approfonditi infra), non essendo

sufficiente ad esempio la mera previsione di una graduazione della ripartizione dei rischi e degli utili della società non proporzionale alla quota sociale;
iv) il socio beneficiario dell'opzione put sia effettivamente dotato di un potere gestorio nella società.
Particolare importanza ricoprono i requisiti dell'assolutezza e della costanza dell'esclusione dagli utili e dalle perdite di cui al punto iii). Si tratta di due requisiti distinti, seppure interconnessi: mentre l'assolutezza (o totalità) rappresenta un criterio quantitativo, la costanza è un criterio di durata. Affinché sussista l'esclusione di un socio dalla partecipazione di ogni utile o perdita, e sia quindi integrato un patto leonino vietato, è necessario che ricorrano entrambi i requisiti. Il giudice dovrà accertare se nel caso concreto l'esenzione riguardi la totalità della partecipazione (assolutezza) e duri, in modo continuativo, per tutta la durata della società o dell'investimento del socio titolare dell'opzione put (costanza).

2. Le sentenze successive

La verifica della sussistenza dei due requisiti, in particolare quello della costanza, ha creato non pochi dubbi interpretativi in giurisprudenza, anche a causa dell'eterogeneità delle pattuizioni nella prassi. A tal riguardo, giova menzionare alcuni casi concreti e le conclusioni, non sempre coerenti, cui sono giunti i giudici aditi.
Con riferimento al criterio dell'assolutezza, la sentenza del Tribunale di Milano del 3 ottobre 2013, n. 12213, ha esposto il principio secondo cui le pattuizioni con una formula di determinazione del prezzo da cui può risultare un prezzo di cessione inferiore all'investimento iniziale sono legittime in quanto non violano il divieto di patto leonino. Il caso riguardava una pattuizione che prevedeva un corrispettivo pari a circa la metà del valore della partecipazione oggetto dell'opzione put al momento della sottoscrizione del contratto, non trattandosi quindi di un'esclusione totale dagli utili e dalle perdite.
Al contrario, è stata dichiarata nulla per violazione del divieto di patto leonino nella sentenza della Corte di Appello di Milano del 17 settembre 2014 un'opzione put il cui prezzo è stato determinato in misura pari all'importo pagato per l'acquisto della partecipazione, aumentato di un certo tasso di interesse. In particolare, tale opzione di vendita, che era accompagnata dall'attribuzione di una quota minima di dividendi, era oggetto di un patto parasociale la cui unica finalità era quella di escludere il socio investitore dalle perdite.
Anche nel caso giudicato dalla sentenza della Corte di Appello di Milano del 19 febbraio 2016, n. 636, l'opzione put era prevista da un patto parasociale che attribuiva ad un socio il diritto di rivendere la propria quota al medesimo prezzo di quello di acquisto. Tale corrispettivo era inoltre comprensivo di ogni ulteriore versamento eventualmente effettuato dal socio a titolo di aumento di capitale, copertura perdite, finanziamenti a fondo perduto o altri versamenti senza diritto di rimborso. La corte riteneva che il patto mirava a manlevare il socio titolare del diritto di vendita dal rischio di diluzione o perdita del proprio investimento e che, conseguentemente, lo stesso integrava un patto leonino vietato.
Per quanto concerne il requisito della costanza, nella grande maggioranza delle pattuizioni sottoposte al vaglio dei giudici il diritto di vendita era attribuito ad un socio solo per un periodo di tempo limitato e relativamente ridotto. Tale circostanza è stata spesso ritenuta dai giudici come indicativa

dell'assenza della costanza dell'esclusione dagli utili o dalle perdite e, quindi, di legittimità della pattuizione. Tuttavia, non sono mancate pronunce contrarie.
Nessun dubbio è stato invece espresso in merito alla carenza del requisito della costanza nei casi in cui l'opzione di vendita era sottoposta ad una condizione sospensiva o risolutiva, non alla mera volontà del socio di esercitare tale diritto.
Proprio per mancanza del requisito della costanza, la sentenza del Tribunale di Milano del 18 ottobre 2017, n. 10426, ha giudicato legittima un'opzione put nonostante prevedesse un prezzo fisso minimo ben superiore al prezzo di sottoscrizione della quota. Ciò in quanto tale pattuizione era esercitabile per un lasso di tempo di due mesi considerato molto breve, specialmente se rapportato al significativo intervallo di tre anni intercorrente tra l'entrata nel capitale sociale e il termine iniziale per l'esercizio del diritto di vendita, per cui il socio titolare dell'opzione rimaneva esposto al rischio di dover integrare il proprio finanziamento per la concreta possibilità di perdita del capitale sociale.

3. La pronuncia della Cassazione del 4 luglio 2018, n. 17498

Infine, giova evidenziare la recentissima nonché innovativa ordinanza della Suprema Corte del 4 luglio 2018, n. 17498, che ritiene lecito e meritevole di tutela un accordo parasociale che prevede un diritto di vendita ad un prezzo fisso ed interessi idonei a neutralizzare l'eventuale perdita medio tempore subita. Con tale patto, che era invece stato considerato nullo per elusione del divieto del patto leonino nei primi due gradi di giudizio, un socio si obbligava a manlevare, mediante l'attribuzione del diritto di vendita entro un determinato termine, l'altro socio dalle conseguenze negative del finanziamento partecipativo effettuato da quest'ultimo nell'ambito di una "cordata" per l'acquisizione di una banca.
Infatti, secondo la Cassazione non assume alcun rilievo il trasferimento del rischio meramente interno tra due soci nella misura in cui esso non alteri la struttura e la funzione del contratto sociale producendo effetti nei confronti della società. Precisa, infatti, la Corte che affinché l'opzione sia nulla, il requisito dell'assolutezza e della costanza dell'esclusione dagli utili deve essere integrato, nel senso che tale esclusione deve finire per alterare la causa societaria nei rapporti con la società. Il giudice è quindi chiamato a valutare in concreto se la causa societaria del rapporto partecipativo del socio beneficiario del diritto di vendita permanga invariata nei confronti della società, ovvero se, invece, venga irrimediabilmente deviata dal patto, perché solo in tale ultimo caso si configura un patto leonino vietato.
Va infine precisato che, nella sentenza de qua, la Corte argomenta che la causa concreta dell'accordo in questione è quella di finanziare l'impresa e non comporta i rischi insiti in un patto leonino, in quanto il socio finanziatore partecipa alla vita sociale assumendo tutti i diritti ed obblighi dello status di socio ed è interessato ed incentivato a favorire le buone sorti della società e, di conseguenza, del suo investimento.

ritorna all'inizio

The put option for the sale of shareholdings at a fixed price: case-law evolution and a recent case of validity

The Italian Civil Code envisages under Article 2265 the prohibition of any agreement between shareholders aimed at excluding one of them totally from profit and/or loss sharing.
The said provision prevents that by means of such an agreement a shareholder is exempted from the business risk and, hence, eschews responsibility for the management of the company.
By virtue of such principle, option agreements for the sale of shareholdings, so-called "put options", have always been held null and void in case they foresee a fixed price, equal or higher than the amount paid by the shareholder for the purchase of such shareholding. This insofar such agreements grant the shareholder with the right to exit the corporate structure in exchange for a determined amount of money as consideration for his participation, regardless of its economic value and of the actual business trend of the company.

1. Decision no. 8927 of 1994

The first and most authoritative ruling, i.e. the decision of the Italian Court of Cassation no. 8927 of 29 October 1994, has established the principles applying to fixed-price put options and determined according to which criteria a judge shall evaluate the validity of put agreements given the above-mentioned prohibition under Article 2265 of the Civil Code.
In short, this decision provides that, in order to fall under the said prohibition under Article 2265 of the Civil Code, the following requirements shall be met:
i) the put agreement shall be envisaged by the by-laws (if it constitutes a shareholders' agreement, it shall have the exclusive aim of violating the prohibition under Article 2265 of the Civil Code);
ii) based on a concrete and substantial evaluation and considering the entire structure of the put agreement, the latter shall be indeed able to exclude a shareholder totally from profit and/or loss sharing (a merely formal evaluation does not suffice);
iii) the exclusion from profit and/or loss sharing shall be absolute and constant (these two requirements are further analyzed below) not sufficing, for instance, a provision which merely graduates the profit and/or loss sharing in a manner not proportionate to the shareholding;
iv) the shareholder benefiting from the put option shall indeed be granted with managing powers in the company.
The requirement for the exclusion of being absolute and constant as mentioned under point iii) is particularly important. Both the absoluteness and constancy are closely linked: the former consists in a quantitative criterion, while the latter in a criterion of duration. In order for the total exclusion of profit and/or loss sharing to exist and, hence, to violate the prohibition under Article 2265 of the Civil Code, it is necessary that both such requirements are met. The judge shall verify whether the exemption in the particular case refers to the total participation (absoluteness) and lasts, on a continuous basis, during the whole duration of the company or of the investment of the shareholder who benefits from the put option (constancy).

2. Subsequent rulings

The verification of the existence of both mentioned requirements, in particular the constancy, has created several interpretative doubts in case-law, which is also due to the heterogeneity of put agreements in practice. To this extent, some concrete cases and the relevant conclusions drawn – not always coherently - by the judges are briefly pointed out in the following.

With reference to the criterion of absoluteness, the decision of the Court of Milan no. 12213 of 3 October 2013 has set out the principle according to which agreements entailing a formula for the determination of the price, from which may result a transfer price lower than the initial investment, are valid and do not infringe the prohibition under Article 2265 of the Civil Code. The case concerned a put agreement envisaging a consideration which, at the moment of the execution of such agreement, was equal to half of the value of the participation subject to the put option, thus there was not a total exclusion of profits and/or losses.

On the contrary, on 17 September 2014 the Court of Appeal of Milan declared null and void a put option which price was determined as equal to the initial price paid for the purchase of the participation, increased by a certain interest rate. In particular, such put option, which was accompanied by the attribution of a minimum percentage of dividends, aimed exclusively at excluding the shareholder from any losses and therefore violated Article 2265 of the Civil Code.

Likewise, in the case judged by the Court of Appeal of Milan, decision no. 636 of 19 February 2016, the put option was foreseen by a shareholders' agreement granting a shareholder the right to resell his participation at the same price at which he purchased it. Such consideration also included any other payment possibly performed by the shareholder e.g. to increase share capital, for coverage of losses, as non-refundable financing or as other payments without right to reimbursement. The Court deemed the put agreement to be exclusively aimed at holding the shareholder granted with the put option harmless from any risk related to the dilution or loss of his investment. Consequently, such put option fell under the prohibition of Article 2265 of the Civil Code.

As far as the requirement of constancy is concerned, in most of the put agreements submitted to the judges the put option was granted to a shareholder only for a limited and relatively short period of time. This circumstance has often been interpreted by the judges as indicator of lack of the requirement of consistency of the exclusion from profits and/or losses and, hence, as validity of such agreements. However, there have been reverse rulings. No doubts have been raised with reference to the lack of the requirement of consistency in such cases where the put option was subject to a condition precedent or subsequent, not to the mere will of the shareholder to exercise such option.

Precisely due to the lack of consistency, the Court of Milan with decision no. 10426 of 18 October 2017 judged a put option as valid notwithstanding the fact it foresaw a fixed minimum price significantly higher than the shareholding's subscription price. The reason behind this ruling is that the put option was exercisable for a period of two months, which was considered very short, especially if related to the significant interval of three years between the subscription of the shareholding and the initial term for exercising the put option, which let the shareholder granted with such option concretely exposed to the risk of having to integrate his financing in the (possible) event of share capital losses.

3. Ruling of the Court of Cassation no. 17498 of 4 July 2018

Lastly, the most recent and innovative ruling of the Court of Cassation, no. 17489 of 4 July 2018, must be highlighted. According to this decision a shareholders' agreement envisaging a put option at a fixed price and with interests able to neutralize any losses occurred in the meantime is valid. By means of such agreement, which had been ruled invalid by the first two levels of proceedings due to its violation of Article 2265 of the Civil Code, a shareholder undertook – by granting a put option to be exercised within a certain term - to hold the other shareholder harmless from any negative consequences related to the participatory financing performed by him in the context of a "consortium" for the acquisition of a bank.

According to the Court of Cassation, the merely internal transfer of the risk between two shareholders, insofar it does not alter the structure and the object of the corporate purpose as it does not produce effects towards the company, is not relevant not affecting the validity of such agreement. The Court points out that for the put option to be null and void, the requirements of absoluteness and constancy must be integrated in the sense that the exclusion must additionally indeed alter the corporate purpose in its relation to the company.

The judge shall therefore evaluate if the corporate purpose of the company's participation of the shareholder granted with the put option remains – concretely - unchanged towards the company, or whether such purpose is irrevocably deviated by the put agreement, because only the latter case falls under the prohibition envisaged by Article 2265 of the Civil Code.

Finally it must be emphasized that, in the decision mentioned, the Court argues that the concrete purpose of the put agreement at issue is to finance the company and does not imply the typical risks entailed with an agreement violating the prohibition under Article 2265 of the Civil Code, due to the fact that the financing shareholder participates to the company life assuming all rights and obligations related to the shareholder status and is encouraged and interested in promoting the positive business trend of the company and, consequently, of his investment.

back to the top

LO STUDIO

LEGALITAX è uno studio integrato che conta 90 professionisti di cui 24 partner, avvocati e commercialisti. Lo studio, con sedi a Roma, Milano, Padova e Verona, mette a disposizione della clientela le sue competenze legali e fiscali per rispondere a tutte le necessità delle aziende nelle diverse fasi della loro vita. I clienti sono prevalentemente imprese italiane ed estere che investono e operano sul territorio italiano.

DISCLAIMER

Le informazioni contenute nel presente documento non sono da considerarsi un esame esaustivo né intendono esprimere un parere o fornire una consulenza di natura legale-tributaria e non prescindono dalla necessità di ottenere pareri specifici con riguardo alle singole fattispecie.

THE FIRM

LEGALITAX is a firm with 90 lawyers and tax advisors, including 24 partners. The firm has offices in Milan, Rome, Padua and Verona and has legal and tax capabilities which are made available its clients in their cycles of life. The firm's clients are mostly Italian anf foreign corporate entities with investments or operations in Italy.

DISCLAIMER

The summary information contained in this newsletter is purely for use as a guideline and shall not be considered to be a detailed, in-depth analysis or a professional assessment. Legalitax shall not assume any liability for losses caused as a consequence of deeds or omissions undertaken on the basis of the information contained in this document. For more specific information it is advisable to contact a qualified professional.

Contatti/Contacts

Dipartimento Corporate / M&A - Corporate / M&A Department

Milan	Rome	Padua	Verona
Piazza Pio XI, 1 20123 Milano T +39 02 45 381 201 F +39 02 45 381 245	Via Flaminia, 135 00196 Roma T +39 06 8091 3201 F +39 06 8077 527	Galleria dei Borromeo, 3 35137 Padova T +39 049 877 5811 F +39 049 877 5838	Via Antonio Locatelli, 3 37122 - Verona T +39 045 809 7000 F +39 045 809 7010

legalitax@legalitax.it