

LA CLAUSOLA “RUSSIAN ROULETTE”: RILEVANZA ORGANIZZATIVA E AUTONOMIA STATUTARIA

La clausola statutaria c.d. “roulette russa”, finalizzata a risolvere una situazione di stallo decisionale, è legittima indipendentemente dalla previsione di un meccanismo di predeterminazione del prezzo della partecipazione oggetto del trasferimento; in particolare, la validità della clausola non soggiace alla condizione che siano indicati criteri da seguire per la determinazione del prezzo e che quest’ultimo sia almeno pari al valore di liquidazione della partecipazione spettante al socio receduto ai sensi degli artt. 2437-ter e 2473 c.c.

Motivazione

1. Con il termine “*russian roulette clause*” si designa una clausola che mira a risolvere la situazione di stallo decisionale, suscettibile di verificarsi all’interno di uno degli organi sociali (assemblea od organo amministrativo) di una società di capitali, attribuendo ai soci che hanno sottoscritto il patto (o ad uno o ad alcuni soltanto di essi) la facoltà di determinare il prezzo della propria partecipazione e di offrire all’altro (o agli altri) l’opzione tra acquistare la partecipazione altrui ovvero vendere la propria, sempre al medesimo prezzo indicato dall’offerente all’oblato (o agli oblati).

Si tratta di una previsione relativamente diffusa in società partecipate da soci – o da gruppi tra loro omogenei di soci – titolari di partecipazioni paritarie (c.d. “*fifty-fifty company*”) e normalmente contenuta all’interno di patti parasociali. In tale ambito la legittimità della clausola è riconosciuta sulla premessa, generalmente condivisa, che “non sussistono limiti normativi espressi alla libertà negoziale delle parti di programmare le condizioni economiche di un contratto di scambio che vincola solo le parti stesse” (così la Massima n. 181 del Consiglio Notarile di Milano). In tale direzione si sono espressi i due precedenti, che hanno ritenuto la previsione in esame diretta a realizzare una finalità meritevole di tutela secondo l’ordinamento giuridico (Trib. Roma, Sez. spec. in materia di impresa, 19 ottobre 2017; App. Roma, 3 febbraio 2020). Entrambe le decisioni, rese con riferimento alla medesima fattispecie, hanno statuito, all’esito di un articolato e raffinato percorso argomentativo, che la “*russian roulette clause*”:

- i)* non viola il divieto del patto leonino;
- ii)* non ha l’effetto di rimettere la determinazione del prezzo al mero arbitrio di una delle parti;
- iii)* sfugge all’ambito di applicazione dell’art. 2437-*sexies* c.c., non dovendosi quindi prevedere che il prezzo della partecipazione oggetto del trasferimento sia almeno pari a quello determinabile in sede di recesso.

Dalla meritevolezza degli interessi tutelati dalla clausola e dall’intrinseco equilibrio connaturato al suo meccanismo, le decisioni desumono un ulteriore corollario, chiarendo che l’attivazione della “*russian roulette clause*” può essere legittimamente collegata anche al mancato rinnovo del patto parasociale, non realizzandosi una violazione della regola che pone limiti di durata ai patti

parasociali (art. 2341-*bis* c.c.), in quanto, per un verso, il mancato rinnovo sarebbe riconducibile a un'ipotesi di stallo, mentre, sotto altro versante, la doppia opzione tra l'acquisto e la vendita rimessa all'oblato varrebbe ad escludere una incidenza sulla libera formazione della volontà delle parti in ordine al rinnovo del patto.

La motivazione della decisione prefigura infine la possibile trasposizione di tale meccanismo antistallo dalla dimensione parasociale a quella statutaria.

A quest'ultimo tema è dedicato il presente orientamento, che afferma la legittimità dell'inserimento della clausola all'interno dello statuto, con i corollari che ne derivano in punto di attribuzione di un'efficacia reale al meccanismo e di sottrazione dello stesso ai limiti di durata eventualmente applicabili all'accordo parasociale.

Al riguardo pare opportuno muovere dalla struttura e dalla funzione della clausola in esame.

Sotto questo secondo profilo va preliminarmente rilevato che l'orientamento che qui si presenta ha per oggetto la clausola statutaria di *russian roulette* che ha come presupposto per la sua attivazione il verificarsi di una situazione di stallo all'interno di un organo sociale. La funzione della clausola è pertanto quella di superare tale situazione di stallo attraverso una riallocazione delle partecipazioni sociali all'interno della compagine sociale, rimettendo a ciascun socio il potere di offrire all'altro (o agli altri) l'acquisto della propria partecipazione, determinandone il prezzo e lasciando all'oblato (o agli oblati) l'opzione tra procedere all'acquisto delle azioni o alla vendita delle stesse, sempre al medesimo prezzo indicato dal primo offerente (clausola di *russian roulette* "simmetrica" o "pura").

L'attivazione della clausola può essere rimessa anche all'iniziativa di un singolo socio o di alcuni soci selettivamente individuati o ancora ai soci che, al momento del verificarsi dello stallo, risultino titolari di una determinata percentuale del capitale sociale (clausola di *russian roulette* "asimmetrica" o "selettiva"). Tale selezione può aver luogo, nelle s.p.a. e nelle s.r.l. PMI, mediante la creazione di una categoria di azioni o di quote che attribuiscono il relativo diritto al loro (o ai loro) titolari (ai sensi dell'art. 2348 c.c. e dell'art. 26, comma 2, del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, come modificato dall'art. 57 del d.l. 24 aprile 2017, n. 50); in tutte le s.r.l., tramite il riconoscimento di un diritto particolare, ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c..

In una posizione intermedia si colloca la clausola che attribuisca il diritto di avviare la procedura e di determinare il prezzo a uno dei soci, riconoscendo analoga iniziativa all'altro socio (o agli altri soci) in caso di mancata attivazione da parte del primo entro un determinato arco temporale dal verificarsi dello stallo o, più frequentemente, dal momento nel quale quest'ultimo socio ha sollecitato l'altro ad esercitare il suo "diritto di prima offerta" (c.d. "*right of first offer*" o "*ROFO*").

Il denominatore comune, sotteso alle possibili varianti della clausola, è rappresentato, come si è anticipato, dall'accertamento di una situazione di stallo (c.d. *dead-lock*) quale condizione di efficacia del meccanismo ivi contemplato: come ha rilevato la giurisprudenza, essa ha "la finalità di risolvere le situazioni di impossibilità deliberativa di un organo e, quindi, di stallo decisionale che possono determinarsi (ed infatti di frequente si determinano) laddove i soci detengono

ciascuno (...) una partecipazione pari alla metà del capitale sociale ovvero qualora i quozienti costitutivi o deliberativi siano commisurati in maniera tale da pretendere la partecipazione o il voto favorevole di una minoranza, titolare in definitiva di un sostanziale diritto di veto” (così Trib. Roma, 19 ottobre 2017). La clausola della *roulette* russa risponde dunque a un interesse di carattere generale, indubbiamente meritevole di tutela da parte dell’ordinamento, ponendosi a presidio della continuità della società – e dei valori alla stessa connessi, che trascendono l’interesse delle parti del contratto sociale – rispetto ai rischi di inattività (e in ultima istanza di scioglimento: art. 2484, n. 2 c.c.) derivanti dallo stallo insorto all’interno degli organi sociali.

In questa prospettiva la clausola assolve alla funzione di permettere la risoluzione dello stallo attraverso un percorso predefinito connotato da un meccanismo di determinazione del prezzo della compravendita intrinsecamente equilibrato dalla sua struttura bilaterale, che non permette ad alcuna delle parti di realizzare un effetto propriamente espropriativo: né sulle partecipazioni del primo offerente che attiva la clausola indicando il prezzo della dismissione, né sulle partecipazioni del socio oblato, che a quel prezzo potrà riscattare le partecipazioni dal primo offerte in vendita, mentre solo in caso di mancato esercizio del diritto di riscatto sarà tenuto a cedere la propria partecipazione. Allo stesso modo, in presenza di più soci oblato, gli stessi saranno tenuti a cedere le proprie partecipazioni qualora non abbiano inteso aderire alla offerta rilevando al prezzo ivi indicato la partecipazione di chi ha attivato la clausola.

2. La clausola *russian roulette* può presentare, come anticipato, una formulazione alternativa, a seconda che permetta a tutti (di norma, a entrambi) i soci di attivarla oppure selezioni “a monte” i titolari (di norma, il titolare) del diritto di prima offerta.

In ambedue le ipotesi essa rimane comunque *funzionalmente* diretta a risolvere una situazione di stallo e *strutturalmente* inidonea a predeterminare il soggetto che procederà alla vendita oppure all’acquisto delle altrui partecipazioni.

Sotto il profilo funzionale, la clausola ha una valenza eminentemente organizzativa, essendo diretta a garantire la capacità deliberativa degli organi sociali, mentre il meccanismo di trasferimento delle partecipazioni, dalla stesa contemplato, è un mero strumento per permettere alla clausola di assolvere alla sua virtuosa funzione organizzativa. Ed è uno strumento che si presenta, *sul piano strutturale*, come intrinsecamente equilibrato, in quanto il venire ad esistenza del diritto di vendere ovvero di acquistare a un prezzo predeterminato dipende, essenzialmente, da scelte del singolo socio e pertanto non entra nel contenuto tipico dell’azione (o quota) eventualmente oggetto di compravendita.

Ciò è particolarmente evidente in presenza di una *russian roulette clause* “simmetrica” – alla quale soltanto si attaglia la definizione alternativa di “clausola del *cowboy*” – ove non è dato ravvisare un diritto di riscatto in capo ad alcuno dei soci (e tanto meno a determinate categorie di azioni o quote), potendo tutti (di norma, entrambi) i soci risultare primo offerente e, specularmente, oblato in relazione alla maggiore o minore tempestività nell’attivazione della clausola stessa.

Ad analoga conclusione sembra potersi pervenire anche in ipotesi di *russian*

roulette “asimmetrica”, posto che il soggetto legittimato ad attivare la clausola si espone innanzi tutto all’altrui riscatto: l’attivazione della clausola, conseguente al verificarsi della condizione di stallo, viene a incidere innanzi tutto sulla partecipazione del primo offerente, collocandola in un’area intermedia tra le azioni (o quote) riscattabili e le azioni (o quote) riscattande. Più precisamente, a seguito dell’offerta, le partecipazioni del primo offerente diventano *i) riscattabili*, in quanto il socio oblato avrà *il diritto* di acquistarle e, al contempo, *ii) (semi) riscattande*, in quanto il socio oblato avrà *l’onere* di procedere all’acquisto, posto che il mancato esercizio di tale diritto vale a rendere le sue partecipazioni *riscattande*, essendo il primo offerente tenuto al loro riscatto, sempre al medesimo prezzo.

L’effetto della clausola sulle partecipazioni sociali trascende dunque la dimensione del mero *pati* a un potere di riscatto esterno, per collocarsi piuttosto in un’area che presenta alcuni profili di contiguità, ma resta concettualmente e giuridicamente distinta e più vicina, per alcuni versi, alle azioni riscattande (sulla cui legittimità si v. l’Orientamento n. 67-2018 di questa Commissione, ***Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino***).

Si tratta invero di azioni (o quote) “semiriscattande” o, più precisamente, di partecipazioni ordinarie, che diventano riscattande al verificarsi di una duplice condizione rappresentata: *i) dall’accertamento della situazione di stallo e ii) dall’offerta in vendita della propria partecipazione da parte di chi abbia attivato per primo il procedimento delineato nella clausola statutaria.*

È dunque l’iniziativa del primo offerente a determinare dei corollari *sulle proprie* azioni, rendendole *riscattabili* e, al contempo, “*semiriscattande*” (nell’accezione sopra indicata); specularmente, le azioni (o quote) del socio oblato sono destinate a rimanere azioni (o quote) ordinarie sino alla ricezione dell’offerta, che è suscettibile di trasformarle in azioni, a loro volta, destinate ad essere riscattate da parte dell’offerente, qualora l’oblato non abbia esercitato il diritto di riscatto entro il termine indicato.

Dall’angolo prospettico del socio oblato l’effetto immediato dell’attivazione della clausola è rappresentato dal riconoscimento di un *diritto* di riscatto delle azioni o quote del primo offerente; mentre è il mancato esercizio di tale diritto a rendere, a sua volta, riscattabile la partecipazione dell’oblato. La clausola antistallo in esame ha dunque un duplice effetto: *i) un primo per il socio offerente* che, attivando la clausola, si sottopone al diritto di riscatto dell’altro socio; *ii) un secondo per il socio oblato*, che si verifica soltanto in caso di mancato riscatto della partecipazione dell’offerente, rovesciandosi la situazione ed esponendosi lo stesso oblato all’altrui diritto di riscatto.

La soggezione all’altrui diritto di riscatto costituisce dunque in entrambi i casi il corollario di una libera decisione: la decisione *del primo offerente* di attivare la clausola in presenza di una situazione di stallo; la decisione *del socio oblato* di non aderire all’offerta ricevuta. Decisione, quest’ultima, che potrà dipendere da una valutazione in ordine al prezzo proposto, considerato (elevato per l’acquisto e dunque) adeguato per la vendita, o comunque da una preferenza del socio oblato per la cessione della propria partecipazione, piuttosto che per l’acquisto della partecipazione altrui. A fianco di questi effetti *inter socios*, l’effetto finale dell’attivazione della clausola è comunque rappresentato dal superamento della

situazione di stallo, con conseguente prevenzione di eventuali cause di scioglimento e preservazione dei valori espressi dalla continuità aziendale.

La circostanza che, dal punto di vista delle partecipazioni sociali, in sé e per sé considerate, l'istituto possa collocarsi a cavallo tra gli istituti delle azioni riscattabili e delle azioni riscattande, non deve velare l'elemento differenziale rappresentato dalla diversa funzione della clausola e dall'equilibrio intrinseco al meccanismo in esame. La fattispecie in esame non pare invero suscettibile di essere ricondotta a un mero "riscatto condizionato", proprio in ragione della peculiarità della duplice condizione che rende, solo in ultima istanza, assoggettabile a riscatto la partecipazione dell'oblato.

Il presupposto del meccanismo è la situazione di stallo, la sua funzione è consentirne il superamento riassegnando all'organo sociale la sua fisiologica capacità deliberativa. Tale risultato viene conseguito assegnando ad entrambe le parti la possibilità di rilevare la partecipazione dell'altra e attribuendo il potere di indicare il prezzo di acquisto a colui che potrebbe subire l'espropriazione della propria partecipazione, qualora la controparte sia disponibile ad acquistare alle condizioni offerte. Che si tratti del socio che per primo si attiva o di colui al quale è selettivamente riservata la facoltà di attivare il meccanismo, non appare in questo quadro rilevante: tale attivazione è sempre il frutto di una libera scelta da parte di un soggetto che, assumendo l'iniziativa, si espone all'altrui decisione, parimenti libera, di aderire o meno all'offerta di procedere all'acquisto, consentendo in ogni caso alla società di superare lo stallo il cui verificarsi ha reso attivabile il meccanismo.

Netta è dunque la differenza rispetto alle azioni (o quote) riscattabili, da un lato, e delle clausole c.d. di *drag along*, dall'altro: istituti, questi ultimi, che non presentano una valenza propriamente organizzativa, non presupponendo situazioni di stallo da risolvere, e il cui oggetto – e funzione – si appunta sul trasferimento della partecipazione, determinando, quanto meno nel primo caso tipizzato dal legislatore, un effetto propriamente espropriativo, che induce il legislatore ad apprestare una tutela minima a favore di soci destinati a subire una altrui decisione altrui che impone il (o coinvolge forzosamente nel) disinvestimento.

La dimensione organizzativa che connota la clausola della roulette russa e la simmetria del meccanismo che con la stessa si attiva illuminano il differente piano funzionale e strutturale della previsione statutaria rispetto alle fattispecie ora richiamate: il meccanismo in esame incide anch'esso sul trasferimento delle partecipazioni, ma tale effetto produce al fine di prevenire o risolvere una situazione di stallo suscettibile di riflettersi sulla continuità aziendale e, di conseguenza, sul valore della società e, in definitiva, sul valore delle loro azioni o quote, che viene in tal modo preservato. Da tale angolo prospettico, la clausola si rivela funzionale a conservare la capacità deliberativa dell'ente e consegue tale obiettivo, coerente all'interesse sociale (inteso tanto in senso contrattualistico, quanto in senso istituzionalistico), agevolando una dismissione della partecipazione (nella maggior parte dei casi, di una delle due partecipazioni) a condizioni equilibrate, proprio in quanto paritarie e reciprocamente interferenti.

Quest'ultimo elemento strutturale, unitamente alla funzione eminentemente organizzativa della clausola resa evidente dal suo peculiare presupposto, costituito

dalla situazione di stallo, e alla precipua finalità di garantire la formazione della volontà sociale preservando l'ente dal rischio di scioglimento, inducono ad escludere la riconducibilità della fattispecie in esame a un fenomeno meramente espropriativo.

Alla luce di tali considerazioni non sembrano sussistere i presupposti per una meccanica trasposizione alla clausola in esame dei limiti previsti dall'ordinamento con riferimento alle azioni riscattabili (art. 2437-*sexies* c.c.) e all'esclusione del socio di s.r.l. (art. 2473-*bis* c.c.). Mentre queste ultime fattispecie vedono infatti alcuni soci in un mera posizione di *pati*, in quanto destinati a subire una decisione altrui (sia esso l'esercizio del riscatto o la deliberazione di esclusione), nella *russian roulette* non vi sono soci che possano dirsi propriamente "*assoggettati*" alla clausola, sia perché di regola tutti i soci possono *avvalersi* del meccanismo ivi contemplato, sia perché il socio che ne si avvale per primo si trova a sua volta in una condizione di soggezione da egli stesso causata con l'attivazione della clausola. In entrambi i casi, come puntualmente rilevato dalla giurisprudenza con riferimento ad analoga previsione contenuta nel parasociale, "la decisione ultima spetta a colui che è compulsato dall'iniziativa, non a colui che l'assume" (Trib. Roma, 19 ottobre 2017; e v. anche App. Roma, 3 febbraio 2020, per la quale "il meccanismo che prevede la possibilità per l'oblato di comprare scongiura la determinazione di un prezzo iniquo da parte di chi prende l'iniziativa di acquisto, in quanto la controparte, cui si badi spetta la decisione ultima, può rovesciare la situazione").

Dalle riflessioni sin qui svolte risulta dunque: *i*) per un verso, che la clausola della *roulette* russa è funzionalmente diretta a rispondere a una istanza di natura organizzativa, strutturalmente ispirata a una logica di mercato, imponendo a chi attiva il meccanismo una considerazione del punto di vista (e dunque degli interessi) della controparte, in quanto il primo offerente è in primo luogo venditore, ma anche potenzialmente compratore, in relazione alla scelta che sarà liberamente operata dall'oblato; *ii*) per altro verso, che il termine di confronto al quale faranno ragionevolmente riferimento tanto il primo offerente, nel determinare il prezzo di vendita, quanto il socio oblato, nel valutare l'opportunità di aderire a tale offerta (o, in alternativa, di cedere la partecipazione), sarà rappresentato non solo dal valore della partecipazione sociale alla luce delle attuali prospettive reddituali garantite dal *going concern*, ma anche dal valore conseguibile nello scenario liquidatorio al quale condurrebbe la mancata risoluzione della situazione di stallo.

In questo quadro la subordinazione della legittimità della clausola alla previsione di soglie minime di prezzo finirebbe incongruamente per determinare un effetto dissuasivo rispetto all'attivazione del relativo meccanismo, lasciando così la società esposta al protrarsi dello stallo, e condannandola al probabile esito liquidatorio, tutte le volte che il prezzo indicato dai soci legittimati all'offerta – il socio più tempestivo nella *russian roulette* "simmetrica", ovvero quello selettivamente indicato come titolare del diritto di prima offerta nella variante "asimmetrica" – sia inferiore al valore determinabile in base agli artt. 2437-*ter* e 2473 c.c.; e ciò nonostante tale valore faccia riferimento a un ente in continuità, senza dunque scontare il rischio di deprezzamento connesso alla prospettiva dello scioglimento, e senza considerare che il prezzo finanziariamente sostenibile dai

soci (tanto dal primo offerente, quanto dall'oblato) potrebbe non essere pari al parametro normativo, soprattutto in un contesto di difficile accesso al mercato del credito.

Da tale angolo prospettico la trasposizione dei limiti previsti dal codice civile per il riscatto e l'esclusione rischierebbe di minare la duplice funzione della clausola in esame: in primo luogo, quella di preservare l'ente e gli altri *stakeholders* coinvolti nell'attività d'impresa, la cui continuità viene messa al riparo dai riflessi potenzialmente esiziali dello stallo; in secondo luogo, di permettere ai soci di disinvestire, cedendo la loro partecipazione prima che il protrarsi della situazione di stallo ne determini un deprezzamento.

3. Queste ultime considerazioni sembrano confermare i dubbi sopra avanzati in ordine alla sussistenza della *eadem ratio* richiesta ai fini dell'applicazione in via analogica alla clausola in esame dei limiti posti dall'ordinamento all'autonomia statutaria in ipotesi di riscatto e di esclusione. Nella fattispecie non paiono invero ravvisabili i presupposti che giustificano una compressione della libertà contrattuale, imponendo la predeterminazione di un prezzo minimo al quale chi attiva il meccanismo dovrà offrire all'altro socio (o agli altri soci) di acquistare la propria partecipazione. In particolare, sembra potersi escludere che tale prezzo minimo debba essere almeno pari a quello determinabile in sede di recesso, ai sensi degli artt. 2437-ter e 2473 c.c., come invece richiesto imperativamente dalla legge negli artt. 2437-sexies e 2473-bis c.c. (e v. ora, con riguardo alla corrispondente clausola parasociale, App. Roma, 3 febbraio 2020, secondo la quale “è da escludere l'applicazione analogica della norma sulla liquidazione in caso di recesso art. 2437 ter, richiamata pure in ipotesi di riscatto [dall'art. 2437 sexies], sussistendo solo in quest'ultimo caso la necessità di assicurare una tutela inderogabile *ex ante* sotto forma di soglia minima di valutazione ai fini del riscatto”).

Si ritiene pertanto che i soci possano attribuirsi, tanto in sede parasociale quanto in sede statutaria, il diritto di determinare liberamente il prezzo al quale saranno alienate le partecipazioni all'esito del meccanismo di *russian roulette*; e possano altresì, nella versione “asimmetrica” della clausola, rimanere esposti all'altrui diritto di decidere in ordine all'*an* dell'attivazione della stessa e al *quantum* del prezzo, che anche in tale ipotesi non soggiace a limiti minimi, essendo l'oblato investito di un potere – quello di acquistare la partecipazione dell'offerente allo stesso prezzo a cui avrebbe potuto vendere la propria – che, nell'escludere l'esistenza di una mera situazione di soggezione, lo colloca in una posizione non assimilabile a quella del titolare di azioni o di quote riscattabili e, in generale, del socio soggetto a un diritto potestativo “puro” di riscatto.

In tal senso si è espressa la già citata Trib. Roma, 19 ottobre 2017, che, con riguardo alla corrispondente clausola parasociale, ha rilevato che “non può ravvisarsi all'interno del diritto societario alcuna norma imperativa implicita che vieti o renda illegittima *ex ante* una clausola antistallo del tipo della *roulette* russa anche nel caso in cui la parte titolare del potere di determinare il prezzo non sia soggetta ad alcun criterio obiettivo da seguire”, posto che “[c]iò che l'ordinamento vuole non è tanto la fissazione di un valore intrinsecamente equo, ma che la

clausola pattizia non consenta, *a priori*, di fissare un valore manifestamente iniquo”.

Con riferimento alla versione statutaria della *russian roulette* va peraltro segnalata la posizione assunta dalla Massima n. 181 del Consiglio Notarile di Milano, la quale, nell'enunciare la legittimità della clausola che non predetermini il prezzo al quale è attivabile il meccanismo in esame, ha cura di precisare che tale legittimità sarebbe comunque da “intendersi subordinata, al pari di quanto già affermato nella massima 88 per il caso delle clausole di «*drag along*», alla sua compatibilità con il principio di equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa”.

Al riguardo va innanzi tutto segnalata la piena convergenza della Massima ora richiamata con l'orientamento in esame nel comune riconoscimento della piena legittimità della clausola nella sua formulazione di gran lunga più ricorrente nella prassi statutaria, che si limita a prevedere il meccanismo di possibile sblocco dello stallo, senza indicare i criteri di determinazione del prezzo della prima offerta, né imporre limitazioni a chi assuma tale iniziativa. Una possibile divergenza attiene, per un verso, alla legittimità di clausole che indichino criteri di determinazione del prezzo di prima offerta incongrui rispetto a quelli previsti per la determinazione del prezzo di riscatto di cui al combinato disposto degli artt. 2437-*ter* e 2437-*sexies* c.c. (e 2473 e 2473-*bis* c.c., con riguardo alla quota spettante al socio escluso di s.r.l.); per altro verso, alla possibilità per il socio oblato di respingere la proposta qualora la stessa contenga un prezzo che non corrisponda al principio generale di equa valorizzazione di cui le norme ora ricordate sarebbero espressione. Se il primo aspetto attiene a ipotesi, se non propriamente scolastiche, certamente marginali, ben più rilevante è il secondo profilo in quanto, pur non coinvolgendo profili genetici (e tanto meno, dunque, responsabilità notarile), è destinato a incidere sulla operatività della clausola e sulla sua effettiva efficacia nel superamento di situazioni di stallo. Rischi, questi ultimi, che potrebbero essere opportunamente limitati, prevedendo il trasferimento in capo al primo offerente delle partecipazioni dell'oblato quale effetto automatico della mancata adesione da parte all'offerta di acquisto entro l'arco temporale indicato nella clausola. Tale previsione avrebbe il pregio di salvaguardare l'immediata operatività della clausola, permettendo di superare lo stallo senza attendere i tempi del procedimento avviato dall'oblato in ordine alla congruità del prezzo, che varrebbe allora soltanto ad operare il riconoscimento a favore di quest'ultimo del diritto a un'integrazione del prezzo. È peraltro evidente che l'incertezza in ordine al costo finale da sostenere, anche in relazione alle spese connesse alla potenziale controversia, determinerebbe un effetto obiettivamente dissuasivo rispetto all'attivazione del meccanismo; mentre la previsione di una condizione risolutiva in caso di mancata conferma della congruità, o di scostamento superiore ad una certa percentuale dal prezzo di offerta), varrebbe soltanto ad attenuare tali remore, conducendo comunque, in ultima istanza, alla riproposizione della medesima situazione di stallo che si intendeva superare.

Alla luce di queste considerazioni merita di essere riconsiderata l'effettiva portata del principio di “equa valorizzazione” con riferimento alla previsione statutaria in esame. Al riguardo merita di essere posto in rilievo che la clausola *russian roulette* si distingue dalla clausola di «*drag along*» sotto un duplice profilo:

a) sul piano strutturale, per il ricordato carattere bilaterale *a1)* della stessa attivazione della clausola, nella *russian roulette* “pura” e in ogni caso *a2)* del meccanismo intrinseco della stessa, che impone a chi presenta l’offerta di ponderare equilibratamente il prezzo in ragione della prospettiva di dover cedere a quelle stesse condizioni la propria partecipazione;

b) sul piano funzionale, in ragione della sua preminente valenza organizzativa, resa esplicita dal presupposto dello stallo: mentre la clausole di riscatto e di *drag along*, anche con il correttivo del riconoscimento di un diritto di prelazione in alternativa al trascinarsi forzoso, sono dirette a imporre un trasferimento della partecipazione onde agevolare la cessione della quota del socio di maggioranza ove il terzo abbia interesse all’acquisizione dell’intero capitale sociale, la clausola della roulette russa è diretta a preservare la capacità deliberativa dell’ente attraverso un meccanismo che vale a garantire il superamento dello stallo decisionale facendo convergere su uno dei soci la partecipazione totalitaria.

Il trasferimento della partecipazione non costituisce dunque *il fine* della *russian roulette clause*, ma *il mezzo* per realizzare l’interesse della società a conservare la capacità deliberativa dei propri organi, risolvendo la situazione di conflitto; e consegue tale risultato attraverso un meccanismo simmetrico che, per la sua bilateralità, non configura un riscatto forzoso e unilaterale della stessa. Né deve trascurarsi l’effetto che la possibile attivazione della clausola è suscettibile di determinare, *in radice*, ai fini della prevenzione stessa della situazione di conflitto, oltre che, a valle, per la sua risoluzione.

La clausola in esame appare pertanto idealmente da collocare, all’interno dello statuto, nell’ambito delle regole relative al funzionamento degli organi sociali (e/o alla prevenzione del verificarsi di una causa di scioglimento), piuttosto che tra le previsioni in tema di trasferimento delle partecipazioni: trasferimento che costituisce indubbiamente l’esito finale di un meccanismo attivabile in base alla clausola in esame, ma ciò solo sul presupposto dell’accertamento della situazione di stallo e al fine di rispondere all’istanza di natura organizzativa che costituisce l’elemento caratterizzante la clausola in esame unitamente alla sua struttura intrinsecamente equilibrata.

4. Gli argomenti sin qui enunciati conducono alle seguenti conclusioni.

In primo luogo, è confermata la generale validità della clausola statutaria di *russian roulette*, che non risulta pertanto subordinata alla previsione di un prezzo minimo, né tanto meno alla riproduzione o al richiamo dei criteri di cui agli artt. 2437-ter e 2473 c.c. Sul punto si registra una piena convergenza con la posizione espressa dal Consiglio Notarile nella Massima n. 181 del Consiglio Notarile di Milano, nella parte in cui sottolinea che la clausola di *russian roulette* non deve operare un “*espresso richiamo del criterio legale di determinazione del valore delle partecipazioni stabilito per il caso di recesso, ai sensi dell’art. 2437-ter, comma 2, c.c. o dell’art. 2473, comma 3, c.c.*”, e, più in generale, può “*omettere qualsiasi previsione espressa in tema di “limite minimo” di liquidazione delle azioni del socio uscente*”.

Un supplemento di riflessione merita invece l’ulteriore affermazione secondo la quale, in difetto di una previsione statutaria sul prezzo, si dovrebbe “*ritenere che trovi applicazione, diretta o analogica a seconda dei casi, il*

medesimo limite ora ricordato”: così la motivazione della Massima n. 181, che individua il prezzo minimo al quale dovrebbe essere attivata la clausola nel valore di liquidazione delle azioni disposto dalla legge in caso di recesso, eventualmente corretto da “*criteri in deroga a quelli previsti dalla legge, nei limiti in cui ciò deve ritenersi comunque consentito, eventualmente tenendo conto delle caratteristiche della società e della situazione in cui essa può versare in dipendenza degli eventi che hanno originato l’attivarsi della clausola stessa (specie se si tratti di stallo decisionale e di conseguente prospettiva liquidatoria)*”.

Le considerazioni sopra esposte inducono a dubitare che i criteri legali sulla valorizzazione delle partecipazioni del socio receduto (e riscattato) siano suscettibili di una meccanica trasposizione alla fattispecie in esame: criteri che, per le ragioni sin qui richiamate, non sembrano costituire un limite né, a monte, in punto di validità della clausola antistallo, né, a valle, per la sua operatività, rimanendo i soci liberi di attivare il meccanismo della *russian roulette* al prezzo da loro valutato come finanziariamente sostenibile e più funzionale a realizzare quel riassetto proprietario (di regola, la concentrazione delle partecipazioni in capo a un solo socio, sia esso il primo offerente o l’oblato), che consente di far riacquisire alla società la sua piena capacità deliberativa. D’altro canto, è dubbio che i criteri di determinazione della quota spettante in caso di recesso siano in grado di tenere in conto la situazione in cui la società “*può versare in dipendenza degli eventi che hanno originato l’attivarsi della clausola stessa*”. La funzione della clausola della roulette russa è infatti quella di conservare le prospettive reddituali della società, risolvendo lo stallo, possibilmente *prima* che lo stesso abbia determinato effetti pregiudizievoli sul valore della società, mediante l’acquisizione del controllo (di regola totalitario) da parte del socio oblato o del primo offerente; sicché una rigida applicazione delle norme sul recesso/riscatto non sembra permettere, in linea di principio, una considerazione degli effetti di uno scenario liquidatorio che non può dirsi attuale al momento della prima offerta (per uno spunto in tal senso v. App. Roma, 3 febbraio 2020 ove si desume dalla premessa per la quale “in assenza della clausola antistallo, si giungerebbe allo scioglimento della società e alla conseguente liquidazione” il corollario che “non pare appropriato il richiamo ai parametri della consistenza patrimoniale, delle prospettive reddituali della società e dell’eventuale valore di mercato delle azioni di cui all’art. 2437-ter c.c.”).

Su un piano distinto si pongono sia il rischio oggettivo di un protrarsi della situazione di stallo suscettibile di derivare, nella visione restrittiva qui non condivisa, da eccezioni alla operatività della clausola basata sulla pretesa “*iniquità*” del prezzo offerto, tale da rendere sempre attuale lo scenario liquidatorio (e dunque la riconsiderazione in tale dimensione dei parametri da utilizzare in sede giudiziale, e prima ancora peritale, per il vaglio di congruità), sia la valutazione soggettiva del prevedibile deprezzamento prospettico del valore delle partecipazioni, che potrebbe conseguire alla mancata attivazione della clausola. Valutazione, quest’ultima, che dovrebbe sollecitare un tempestivo avvio della procedura e che ciascun socio sarà indotto a tenere in conto nella determinazione del prezzo di offerta e nella decisione di cedere o riscattare l’altrui partecipazione; e che, in ultima istanza, ben potrebbe indurre un socio a proporre un prezzo inferiore al valore di liquidazione della partecipazione previsto dalla legge in caso

di recesso e l'altro a ritenere non iniqua la cessione a quel prezzo.

Se la predeterminazione di un prezzo minimo non costituisce dunque una condizione di legittimità della clausola *russian roulette*, ciò non esclude la possibilità di integrare la relativa previsione statutaria mediante l'introduzione di soglie minime di prezzo – o di criteri di valutazione, eventualmente rimessi alla determinazione di un professionista espressamente indicato – al fine di prevenire utilizzi opportunistici e abusivi del meccanismo antistallo. In tale prospettiva, non minore attenzione merita la previsione, da un lato, di un adeguato arco temporale accordato al socio oblato per valutare se aderire o meno all'offerta, anche al fine di acquisire la relativa provvista finanziaria; e, dall'altro, di un termine entro il quale deve aver luogo il pagamento del prezzo (non risultando trasponibile, per le ragioni sin qui esposte, il limite massimo di centottanta giorni contemplato dagli artt. 2437-*quater* e 2473 c.c. per la liquidazione del socio receduto).

Anche in assenza di simili previsioni – che comunque, ad avviso di questa Commissione, non incidono sulla legittimità della clausola, né sulla sua operatività – il socio oblato potrà sempre sollevare l'*exceptio doli* per opporsi a modalità di attivazione del meccanismo contemplato dalla *russian roulette*, che risultino incompatibili con i principi di correttezza imposti ai soci nell'esercizio dei diritti derivanti dal contratto sociale (artt. 1175 e 1375 c.c.). Si tratterà di una valutazione che andrà operata alla luce delle circostanze concrete e potrà riguardare tanto la precostituzione della situazione di stallo, quanto la presentazione di un'offerta a valori incongrui correlata a una situazione di difficoltà finanziaria del socio oblato nota al primo offerente.

Sotto tale circoscritto profilo paiono suscettibili di essere riferite alla fattispecie in esame le indicazioni offerte, in ordine all'opponibilità dell'*exceptio doli* in caso di esercizi abusivi del diritto di trascinamento derivante da una clausola statutaria di *drag along*, dal Lodo Arbitrale 29 luglio 2008 (Arbitro unico A. Mazzoni). Come chiarito da tale decisione, l'accertamento dell'abuso è destinato a riverberarsi “a valle” sul negozio concretamente posto in essere in violazione dei principi di buona fede oggettiva, non già “a monte” sulla clausola, di cui si presuppone anzi l'intrinseca validità (e v. in senso conforme Trib. Roma, 19 ottobre 2017, per la quale “l'eventuale iniquità del prezzo non rileva come misura che segnali l'invalidità della clausola - per contrarietà a norma imperativa - ma rileva come prova o indizio della iniquità e del carattere emulativo della determinazione del prezzo”).

A questo riguardo va sottolineato che i rischi di utilizzo abusivo della clausola in esame risultano significativamente inferiori rispetto alle clausole di trascinamento (anche con diritto di prelazione). Infatti, per un verso, la condizione di efficacia, rappresentata dallo stallo, presuppone la dimostrazione di un concorso nella creazione della relativa situazione, già in sé suscettibile di essere censurato in termini di scorretto esercizio del diritto di voto non conforme al principio di correttezza. In secondo luogo, si tratta qui di un meccanismo interno alla compagine sociale, attivabile solo in ipotesi di accertamento della situazione di stallo che, almeno di regola, non sconta gli effetti di asimmetrie informative, coinvolgendo soci normalmente titolari di partecipazioni paritarie e con propri rappresentanti all'interno dell'organo amministrativo; dunque, di parti contrattuali in grado di operare una valutazione in ordine alla convenienza del prezzo offerto,

senza dover ricorrere a una preliminare e approfondita *due diligence*. Per altro verso, non sono ravvisabili nella specie quei rischi di collusione tra il socio maggioritario e il terzo acquirente che sono suscettibili di interferire sulla formazione del prezzo al quale ha luogo il trascinamento contemplato dalla clausola di *drag along*.

Indicazioni bibliografiche

La sentenza del Tribunale di Roma, Sez. spec. in materia di impresa, 19 ottobre 2017 è pubblicata – oltre che nonché su www.giurisprudenzadelleimprese.it. – in *CNN Notizie*, 21 febbraio 2018, con nota di A. RUOTOLO - D. BOGGIALI, *Patto parasociale contenente una russian roulette clause*; in *Il societario.it*, 19 dicembre 2017, con nota di R. ROSAPEPE, *La clausola cd. russian roulette al vaglio della giurisprudenza*; in *Giur. it.*, 2018, pp. 1136 e ss., con nota di M. TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*; in *Riv. dir. soc.*, 2018, 617, con nota di A. BERNARDI, *La validità della clausola antistallo del tipo “roulette russa”*; in *Società*, 2018, 434, con nota di DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*; in *Notariato*, 2018, 301, con nota di E. MAZZOLETTI, *Valida la “russian roulette clause”*; in *Giur. comm.*, 2019, II, 861, con nota di B. SCIANNACA, *Russian roulette clause*. La sentenza della Corte d’Appello di Roma, 3 febbraio 2020, che ha confermato la decisione di primo grado è pubblicata in *Il societario.it*, 28 aprile 2020, con commento di E. DORIA, *Nuove conferme sull’ammissibilità della clausola di russian roulette*.

La Massima n. 181 della Consiglio Notarile di Milano del 9 luglio 2019, “Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cowboy») (artt. 2437-sexies, 2473-bis c.c.)” – al pari della Massima n. 88 del 22 novembre 2005, *Clausole statutarie disciplinanti i diritto e l’obbligo di “covendita” delle partecipazioni* (“Si reputano legittime le clausole statutarie che prevedono, in caso di vendita di partecipazioni in s.p.a. o in s.r.l., il diritto e/o obbligo dei soci diversi dall’alienante di vendere contestualmente, a loro volte, le partecipazioni possedute; queste clausole, tuttavia, restano soggette alle disposizioni relative ai limiti alla circolazione delle partecipazioni, proprie dei rispettivi tipi sociali (S.p.A. o S.r.l.) e, ove prevedano l’obbligo di vendita, devono essere compatibili con il principio di una equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dimessa”) – sono consultabili su <https://www.consiglionotarilemilano.it/notai/massime-commissione-societa.aspx>.

Nella non copiosa dottrina che ha esaminato la clausola in parola (nota anche con il nome di “*Savoy clause*” o clausola “*del cowboy*”), v. G. DAINO, *Tecniche di soluzione del «deadlock»: la disciplina contrattuale del disaccordo tra soci nelle joint ventures paritarie*, in *Dir. Comm. int.* 1988, I, 151; V. DOTTI, *Clausole relative ad acquisti parziali di pacchetti azionari*, in AA. VV., *Acquisizioni di Società e di pacchetti azionari di riferimento* a cura di F. Bonelli e M. De Andrè,

Milano, 1990, 228; U. DRAETTA, *Un esempio di “russian roulette clause” per la soluzione di “dead-locks”*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 515; L. PICONE, *Contratti di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995, 146 e ss.; BIANCONI, *Patti parasociali e joint ventures*, in *Società*, 1995, 277; D. PROVERBIO, *I patti parasociali. Teoria e prassi*, Milano, 2004, 88; M. FONTAINE - F. DE LY, *La redazione dei contratti internazionali* (testo italiano a cura di Morresi), Milano, 2008, 667; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. I. Struttura e funzioni*, Milano, 2007, 270 ss.; M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (dead-lock breaking provisions)*, in *Le acquisizioni societarie*, diretto da M. Irrera, Bologna, 2011, 451 ss.; E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari*, Rimini, 2014, 106; G. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di Private Equity e Venture Capital*, Milano, 2017, 289.

Sull'utilizzo della clausola anche in prospettiva successoria, L. PONTI - P. PANELLA, *La preferenza nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003, 188.

Cenni alla clausola in esame si rinvengono anche nella ben più copiosa letteratura in tema di clausole di co-vendita (*tag along e drag along*): A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, in AA. VV., *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989* a cura di A. Crivellaro, Milano, 2017, 218 (ivi alla nt. 5); C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 373 (ivi alla nt. 12); N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (“tag” e “drag-along”). Possono essere introdotte a maggioranza?* (Nota a Trib. Milano, 24 marzo 2011), in *Banca borsa e tit. di cred.*, 2013, II, 65 ss., N. DE LUCA - M. FERRANTE, *Clausole di trascinamento e di accodamento (drag e tag along)*, sub art. 2355-bis, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, I, 83; E. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, Utet, 2007, pp. 56 e ss.; ID., sub artt. 122 e 123 TUF, *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, cit., II, 3858; P. DIVIZIA, *Patto di opzioni put and call*, in *Notariato* 2017, 345 ss.

Sulla netta distinzione dei piani relativi, da un lato, alla validità della clausola e, dall'altro, ai possibili rischi di abuso, v., con riferimento alla clausola *drag along* v. il citato Lodo Arbitrale 29 luglio 2008 (Arbitro unico A. Mazzoni), in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, II, 493, con nota di C. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed equa valorizzazione dell'azione*.

Nel senso che le clausole antistallo come la *russian roulette* incentivano le parti a determinare l'offerta di prezzo in termini corretti per la struttura della procedura ivi contemplata v. H. FLEISCHER - S. SCHNEIDER, *Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory*, in *ECFR*, 2012, 35.; C. LANDEO-K.E. SPIER, *Shotguns and Deadlocks*, in *31 Yale J. on Reg.*, 2014, 143 ss. E v. anche *United States Court of Appeals, Seventh Circuit*, nel caso *Valinote v. Ballis* (295 F.3d 666, 667, 7th Cir. 2000), deciso con provvedimento del 26 giugno 2002, nella cui motivazione il Giudice Easterbrook sottolinea come nella clausola di *russian roulette*, “the possibility that the person naming the price can be forced either to buy or to sell keeps the first mover honest”.

