GIURETA
Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e dell'Ambiente
Vol. XXII
2024

CLAUSOLE ANTISTALLO, EFFICIENZA ECONOMICA E ASIMMETRIE INFORMATIVE [*]

Giuseppe Sanseverino [**]

SOMMARIO: 1. Le implicazioni interpretative derivanti da una recente sentenza – 2. Il tema: l'efficienza giuridico-economica dei patti antistallo assembleari e la teoria dei giochi – 3. Analisi della prassi negoziale – 4. Il ruolo delle asimmetrie informative – 5. L'equa valorizzazione della quota e la fragilità dell'equilibrio formale delle clausole.

1. – La Corte di cassazione, con la sentenza n. 22375 del 25 luglio 2023 (I sez. civ.), si è espressa per la prima volta *ex professo* sulla legittimità delle cosiddette clausole antistallo, ovvero dei patti concepiti per superare eventuali blocchi operativi e decisionali nelle assemblee societarie [1]. Questa decisione, che rappresenta un contributo giurisprudenziale di rilievo, ha riaperto il dibattito sulle clausole antistallo, già ampiamente trattate negli ultimi anni dalla dottrina e dalla giurisprudenza di merito [2]. La questione arrivata dinanzi alla Supre-

[*] Questo breve lavoro deve molto ai colleghi Raffaele Mascella e Davide Fazio del Dipartimento di Scienze della Comunicazione dell'Università degli Studi di Teramo, che ringrazio sinceramente per l'ispirazione ad esplorare l'applicazione della teoria dei giochi nell'analisi del funzionamento delle clausole antistallo e per la loro paziente condivisione di letture e riferimenti in quel campo di studio.

[**] Ricercatore di diritto commerciale, Università degli studi di Teramo.

[1] Corte di cassazione, I sez. civ. - 25 luglio 2023, n. 22375; pres. De Chiara, est. Fraulini, p.m. De Matteis in *Foro it.*, 12/2023, 3516 e ss. con nota di richiami di Capizzi, e nota di commento di Grimaldi, *La validità della russian roulette e il problema dell'equa valorizzazione della quota*.

[2] Il tema è da sempre oggetto di approfonditi studi e di rilevanti riflessioni, conseguentemente ha ispirato una vasta produzione, esplorata in larga misura nell'ambito del presente lavoro; le considerazioni che seguono nel corpo del testo si sviluppano nel solco delle opere che si sono dimostrate maggiormente in sintonia con gli interessi e gli obiettivi di questa analisi, tra i quali Rescio, *Stalli decisionali e roulette russa*, in Aa.Vv. (a cura di) Rescio e Speranzin, *Patrimonio sociale e governo dell'impresa Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G. E. Colombo*, 2020, Giappichelli, 355 e ss.; De Luca, *Una rivoltella puntata alla tempia (a proposito di clausole della roulette russa)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 862 e ss.; Notari, *Exit forzato ed equa valo-*

Rivista di diritto dell'economia, dei trasporti e dell'ambiente, vol. XXII – 2024
ISSN 1724-7322

CC BY NC ND

ma Corte riguardava una clausola denominata "russian roulette", inserita nei patti parasociali sottoscritti dai soci. La Cassazione ha sostanzialmente confermato l'orientamento espresso in prime e seconde cure sia dal Tribunale di Roma che dalla Corte d'Appello, entrambi concordi nel riconoscere la validità e l'efficacia della clausola [3], ma ha anche delineato una serie di (utili) indici esegetici di natura generale.

Ai fini di questa breve analisi, appare perciò necessario sintetizzare i principali aspetti interpretativi di questo arresto giurisprudenziale come segue: (i) le clausole antistallo risultano meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento, in quanto sono finalizzate ad evitare la liquidazione della società in situazioni di blocco decisionale, sul piano dell'efficacia economica salvaguardando la continuità aziendale; (ii) è stato evidenziato come tali clausole, così come spesso congegnate nella prassi negoziale, non attribuiscano un potere arbitrario ad una delle parti nella determinazione dell'oggetto contrattuale; e pertanto (iii) è

rizzazione: un binomio indissolubile? in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1-2/2021, 383 e ss.; Notari, *Roulette russa ed equa valorizzazione (appunti a margine di Cass. 22375/2023)*, in *Riv. Not.*, 1, 2024, 11 ss.; Cariello e Lamandini, *Sul ruolo delle comparazioni nell'interpretazione della clausola di "roulette russa": spunti da un'importante sentenza della Suprema Corte*, in *Le Società*, 11/2023, 121 e ss.; Stella Richter, *Russian Roulette clause e new Italian style delle sentenze*, in *Riv. Not.*, 1, 2024, 3 ss.; Strampelli, *Art. 2388*, in Abbadessa e Portale (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, Milano, 2016, 1127 e ss.; Rescio, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in Abbadessa e Portale (a cura di), *Il Nuovo Diritto delle Società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. III, Utet, Torino, 2007, 475 e ss.; Rescio, *Il sovrano in esilio: riflessioni e problemi in tema di assemblea e decisioni dei soci*, in *Studi sulla riforma del diritto societario*, a cura del Consiglio Nazionale del Notariato, fasc. 1/2004, Milano, 2004, 354 ss.; Abriani e Toffoletto, *Spunti per una lettura di Cass. 25 luglio 2023, n. 22375, in tema di clausole antistallo contenute in patti parasociali e dintorni*, in *Riv. Not.*, 2023, 1, 27 ss. Rosapepe, *La clausola c.d. russian roulette al vaglio della giurisprudenza,* in *Ilsocietario.it*, 2017; 1207 e ss.; Filippelli, *I patti di voto nella società per azioni. Storia, comparazione, attualità*, Giappichelli, 2024, *passim*; Battaglia, *La Cassazione affronta la "russian roulette clause": un primo chiarimento interpretativo*, in *I Battelli del Reno*, 2024, www.ibattellidelreno.it.

[3] Si veda Trib. Roma, 19 ottobre 2017, in *RDS*, 2018, 617 e ss., anche in *Società*, 2018, 434 e ss., con nota di DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette;* nonché App. Roma 3 febbraio 2020, in *RDS*, 2021, 129, con nota di Doria, *L'ammissibilità della clausola "Russian roulette" ed il suo perimetro negoziale nuovamente al vaglio della giurisprudenza*; pubblicata anche in *Foro it.*, 2020, I, 1383, con nota di Capizzi, *Società di capitali, Clausola di russian roulette*; e altresì in *Società*, 2021, 144, con nota di Pasquariello, *La clausola di roulette russa tra meritevolezza e validità*.

stato escluso che queste disposizioni violino il divieto di patto leonino [4] o il dettato dell'art. 2341-bis c.c. [5], né che compromettano i principi di equa valorizzazione delle partecipazioni, poiché il valore di riferimento risulta comunque ancorato a quello di liquidazione, bilanciando il rischio per il proponente di perdere la propria quota al medesimo valore offerto; infine (iv) il vero nodo critico potrebbe emergere soltanto qualora il patto antistallo venga incluso nello statuto societario, avendo così effetti obbligatori per tutti i soci, mentre non sussisterebbero profili di illegittimità qualora faccia parte di un patto parasociale.

Alla luce di tali considerazioni, risulta opportuno soffermarsi su questi punti che consentono di delineare con maggiore chiarezza il quadro interpretativo d'insieme sulle clausole in esame.

Le clausole antistallo, originarie di ordinamenti diversi dal nostro, si configurano come tecniche contrattuali orientate alla massimizzazione dell'efficienza economica, capaci di imprimere un impulso significativo alla dinamicità delle imprese, anche in fasi tipicamente critiche. La loro importazione nel nostro sistema ha contribuito a rendere più flessibili e moderne alcune fasi del

[4] Il tema è stato trattato ampiamente qui di seguito si rimanda alla letteratura di riferimento Abriani, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994; Cagnasso, *La società semplice*, in *Tratt. Sacco*, Torino, 1998; Monteverde, *Opzione put: ovvero degli incerti confini del patto leonino*, in *Giut. It.*, 2016; Notari, *Le società azionarie. Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in Aa.Vv., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2008; REGOLI, *L'organizzazione delle società di persone*, in Aa.Vv., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2008; Rescio, *Le società azionarie. Assemblea dei soci. Patti parasociali*, in Aa.Vv., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2008; Stella Richter jr, *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in Aa.Vv., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 200; Sfameni, *Commento all'art. 2350*, in *Commentario Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, 263 ss.

[5] I contributi classici e di riferimento della dottrina che hanno delineato in modo approfondito la disciplina generale dei patti parasociali, oltre a quanto già indicato nelle note precendenti sono Blandini, *sub art. 2341 bis*, in Fauceglia, Schiano di Pepe (a cura di), *Commentario delle S.p.A.*, Torino, 2007; Bonelli, Jaeger (a cura di), *Sindacati di voto e sindacato di blocco*, Milano, 1993; Buonocore (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Torino, 2003; Buttaro, *Sindacati azionari*, in *NN.D.I.*, XVII, Torino, 1982; Carbone, *Patti parasociali*, in *Il nuovo diritto societario*, Atti del convegno ITA, Roma 15-16.1.2003; Caterino, *I patti parasociali nella riforma del diritto societario: primi appunti*, in Di Cagno (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Bari, 2004; Costi, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. Comm.*, 2004; ID., *I patti parasociali*, in Aa.Vv., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998; Fauceglia, *Patti parasociali*, in Enc. Dir., V agg., Milano, 1998; Macrì, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007; Oppo, *Contratti parasociali*, Milano, 1942.

nostro diritto societario. Tuttavia, la loro validità, valutata alla luce delle regole nazionali, continua a rappresentare un momento di frizione e una sfida per l'equilibrio del nostro ordinamento. Ed in effetti, a ben vedere, la loro origine dalla prassi contrattuale societaria anglosassone, pur sollevando questioni di coordinamento tra le strutture normative e il nostro ordinamento di destinazione, rappresenta certamente un'indicazione importante nella direzione della maggiore efficienza economica del sistema. Anche la Cassazione ha confermato tale orientamento, evidenziando che la struttura pattizia delle clausole antistallo, ed in questo caso della "russian roulette", non lasciava alla totale discrezione di una parte la determinazione della c.d. "exit strategy".

Peraltro, sul piano dell'equità, la Corte ha attribuito rilievo al meccanismo sottostante alla clausola, evidenziandone l'equilibrio. Invero, la determinazione unilaterale del prezzo comporta, per il proponente, il rischio di cedere la propria partecipazione al medesimo valore, creando così un incentivo a formulare un'offerta equa. L'altra parte, a sua volta, dispone di due opzioni: acquisire la partecipazione del proponente a un prezzo vantaggioso in caso di sottovalutazione oppure ottenere un surplus economico vendendo la propria quota in caso di sopravvalutazione. Questo meccanismo, conforme alla prassi contrattuale, è stato giudicato equo e rispettoso dei principi sanciti dall'ordinamento, poiché bilancerebbe i diritti e le aspettative di entrambe le parti. In questo modo la Corte ha rimarcato come il meccanismo delle clausole antistallo si bilanci in modo intrinseco, scongiurando il rischio di un arbitrio unilaterale. Tale equilibrio, fondato sull'interazione strategica tra le parti, rappresenta – nelle parole della Corte – uno dei principali punti di forza di queste clausole, confermandone l'efficacia come strumenti di governance societaria.

Un altro aspetto rilevante riguarda l'importanza dei tempi e delle modalità di attivazione delle clausole. La Corte ha sottolineato che tali clausole, così come modellate nella prassi, prevedono termini precisi entro cui i soci possono agire, evitando che il meccanismo diventi inefficace o abusivo. Inoltre, è stata esclusa qualsiasi violazione del divieto di patto leonino e dell'art. 2341-bis c.c., proprio in virtù della struttura pattizia della clausola, che evita di predeterminare vantaggi sproporzionati per una delle parti.

Questo inquadramento del tema, ma anche la stessa lettura della sentenza (che si potrebbe definire colta e ricca di riferimenti anche comparatistici), richiama alla mente dello studioso riferimenti impliciti, ma soprattutto espli-

citi, alla teoria economica dei giochi. La clausola "russian roulette" può, infatti, essere analizzata come un classico esempio di interazione strategica, dove ciascun socio valuta le proprie mosse considerando le possibili risposte dell'altro. L'efficacia economico-giuridica della clausola risiede, per l'appunto, nella sua capacità di trasformare una situazione di conflitto potenziale in una scelta razionale, minimizzando i rischi e ottimizzando i risultati per entrambe le parti e, finanche, per l'intero sistema.

Se così è, e questo aspetto sembra emergere chiaramente, è allora possibile anche ipotizzare la verifica degli effetti delle clausole antistallo attraverso le lenti della teoria dei giochi, assegnando a questi patti una sorta di valenza oggettiva sul piano degli effetti giuridico-economici che creano. Inoltre, lungo questa prospettiva, è di ulteriore approfondimento indagare se tali clausole possano configurarsi come un modello di efficienza contrattuale, capace di bilanciare adeguatamente i rischi derivanti da una sottovalutazione o sopravvalutazione delle partecipazioni, evitando al contempo la violazione del principio di equa valorizzazione della quota. Anche questa analisi, condotta in un'ottica sistematica, potrebbe contribuire a valutare l'effettiva capacità di queste clausole di preservare la stabilità e la continuità societaria.

2. – Il legislatore è pienamente consapevole dell'eventualità che si verifichino situazioni di blocco societario e dei rilevanti effetti negativi che possono generare e, pertanto, ha incluso una serie di specifiche circostanze tra le cause che possono condurre allo scioglimento della società. Come noto, l'art. 2484, comma 1, c.c. elenca tra le cause di scioglimento: 1) la sopravvenuta impossibilità di raggiungere l'oggetto sociale, ipotesi già riconosciuta dalla Suprema Corte in relazione alle società paritetiche [6]; e 2) l'impossibilità di funzionamento dell'assemblea, circostanza che, secondo la giurisprudenza, risulta allineata alla prima. In questi casi il conflitto protratto tra i soci tende infatti a far prevalere gli interessi individuali su quello collettivo della società, rendendo necessaria l'adozione di meccanismi capaci di riequilibrare gli interessi in gioco e di superare le impasse decisionali.

Le situazioni di stallo, essendo potenzialmente dannose per l'interesse collettivo della società, richiedono interventi mirati che, in molti casi, non

[6] Ipotesi ampiamente accolta nella giurisprudenza di merito e in quella di legittimità sin da Corte di cassazione 24 ottobre 1996 n. 9267 e poi tralatiziamente riprodotta successivamente.

rappresentano semplici strumenti facoltativi, ma soluzioni indispensabili. In questa prospettiva, la pratica societaria ha elaborato meccanismi indirizzati a facilitare risoluzioni rapide e negoziali, capaci di garantire la continuità operativa. Risulta dunque vantaggioso, per i soci stessi, integrare nello statuto o attraverso appropriati patti parasociali dei meccanismi negoziali atti a prevenire o affrontare situazioni di blocco che, se non amministrate, potrebbero compromettere in modo serio e talvolta irreparabile l'andamento dell'impresa.

Il blocco decisionale può manifestarsi in forme diverse, ma è particolarmente comune in compagini sociali con pochi soci, spesso due, che detengono quote equivalenti del capitale sociale. Questo quadro può essere ulteriormente analizzato attraverso le categorie anglosassoni di *deadlock* e *stalemate*: il primo si ha al verificarsi di una mera condizione di fatto, come la parità nelle quote sociali o la contrapposizione tra gruppi di pari forza, che impedisce il raggiungimento di un consenso deliberativo; nel secondo, il blocco viene generato da regole convenzionali introdotte volontariamente, come l'attribuzione alla minoranza di un potere di veto, diretta a creare un equilibrio intenzionale tra le parti, promuovendo una gestione concertata e incentivando, in caso di divergenza, una soluzione negoziata. Mentre il *deadlock* rappresenta un blocco legato a situazioni contingenti, lo *stalemate* è il risultato di una precisa scelta statutaria orientata a garantire un controllo bilanciato nelle decisioni strategiche della società [7].

Le dinamiche economiche (e strategiche) che derivano da tali situazioni di stallo offrono un terreno fertile per applicare gli strumenti analitici della teoria dei giochi. La natura stessa del rapporto tra le parti si configura infatti come un'interazione strategica, offrendo un modello di analisi che arricchisce il dibattito giuridico su questi strumenti contrattuali. Questo metodo appare utile per valutare in modo approfondito gli effetti giuridico-economici delle clausole antistallo, rivelandone sia la logica interna sia (l'eventuale) allineamento con i principi generali del diritto societario.

L'utilizzo della teoria dei giochi in questo ambito appare utile per analizzare le indicazioni che provengono dalla prassi contrattuale con l'insegnamen-

[7] Si veda Cabras, *Le clausole statutarie di 'deadlock' nella riforma del diritto societario*, in *dircomm.it*, 2006; Daino, *Tecniche di soluzione del 'dead-lock': la disciplina contrattuale del disaccordo tra soci nelle 'joint ventures' paritarie, in Dir. Comm. Int.*, 1988, 151 e ss.; BUSI, *Lo Stallo decisionale assembleare, Studio n. 123-2022*, Consiglio Nazionale del Notariato, 4 e ss.; Marsico, *Tra mercato e deadlock: la russian roulette clause*, in *Contratto e Impresa*, n. 3, 1 luglio 2024, 848 e ss.

to della Cassazione, sopra richiamato. Tale teoria economico-matematica, infatti, consente di esaminare le interazioni strategiche tra decisioni individuali, dove gli esiti per ciascun partecipante dipendono sia dalle proprie scelte sia da quelle altrui. Questa teoria si applica a molteplici campi, tra cui l'economia, il diritto, la politica e le scienze sociali, offrendo strumenti analitici per comprendere e prevedere i comportamenti in contesti di conflitto e cooperazione.

La teoria dei giochi, introdotta dagli studi di John von Neumann e Oskar Morgenstern, si è inizialmente concentrata sui giochi a somma zero, dove i guadagni di un giocatore corrispondono alle perdite dell'altro [8]. Successivamente, il matematico John Nash, con il suo concetto di equilibrio, ampliò il campo applicativo, mostrando come gli equilibri possano essere trovati anche in giochi non cooperativi e non a somma zero [9].

Riducendo questa analisi ai suoi aspetti fondamentali e rilevanti per il presente saggio, è possibile formulare alcune premesse, come segue. Un gioco dal punto di vista economico-matematico può essere descritto da tre elementi principali: (a) i giocatori, ovvero i partecipanti che prendono decisioni strategiche; (b) le strategie, ovvero l'insieme delle opzioni disponibili per ciascun giocatore; e (c) il payoff, il risultato (o ricompensa) che ogni giocatore ottiene in base alle strategie scelte da tutti.

L'obiettivo dei giocatori è solitamente massimizzare il proprio payoff, ma non sempre ciò implica un conflitto diretto, talvolta, i partecipanti possono collaborare per ottenere un risultato ottimale per tutti.

I giochi possono avere diversa natura. Esistono i giochi cooperativi e non cooperativi: (a) nei giochi cooperativi, i giocatori possono formare alleanze vincolanti, come nei cartelli economici; mentre (b) nei giochi non cooperativi, ogni giocatore agisce autonomamente, perseguendo il proprio interesse. Esistono poi i giochi a somma zero e non a somma zero: (a) nei giochi a

[8] Per chi volesse studiare nel dettaglio si vedano Von Neumann, *Zur Theorie der Gesellschaftsspiele*, in *Mathematische Annalen*, vol. 100, 1928, 295 e ss., DOI: 10.1007/BF01448847; nonché Von Neumann e Morgenstern, *Theory of Games and Economic Behavior*, 3ª ed., Princeton University Press, 1953 [1944]; Morgenstern, *Speiltheorie und Wirtschaftswissenschaft*, Oldenburg, Wien, 1963; nella sua traduzione italiana Morgenstern, *Teoria dei Giochi*, Bollati Boringhieri, 2023; si rinvia anche Battigalli, *Teoria dei giochi*, Treccani, 2021; Gibbons, *Teoria dei giochi*, Il Mulino, 2005; Colombo, *Introduzione alla teoria dei giochi*, Carocci, 2003.

[9] Per chi voglia procedere ad ulteriori (e molto complessi) approfondimenti si rinvia a Nash, *Equilibrium points in n-person games*, in *Proceedings of the National Academy of the USA*, vol. 36, 1950.

somma zero, il guadagno di un giocatore equivale alla perdita dell'altro (ad esempio, scacchi o poker); differentemente (b) nei giochi non a somma zero, tutti i giocatori possono trarre vantaggio simultaneamente o subire perdite.

Infine, è possibile ipotizzare giochi a informazione completa e incompleta: (a) nei giochi a informazione completa, tutti i giocatori conoscono le strategie e i payoff di tutti gli altri; diversamente dai (b) giochi a informazione incompleta, in cui alcuni dati (ad esempio, le preferenze o i payoff degli avversari) sono ignoti.

A ben vedere, quindi, la teoria dei giochi offre una potente lente analitica per comprendere e risolvere situazioni di conflitto e cooperazione, fornendo soluzioni strategiche basate sull'equilibrio e sull'efficienza. Applicata alle clausole antistallo [10], la teoria dei giochi evidenzia il loro valore strategico, offrendo un modello analitico per comprendere l'efficienza economica e la giustizia contrattuale di tali strumenti. A fronte di questa prospettiva economico-matematica, si pone l'indirizzo interpretativo della Cassazione, che ne ha delineato i confini giuridici. Ne deriva, quindi, la necessità di verificare se l'analisi basata sulla teoria dei giochi possa confermare la correttezza della prassi contrattuale adottata e in che misura essa risulti coerente con le indicazioni ricevute dalla Suprema Corte, tracciando così un ponte tra principi economici e prescrizioni giuridiche.

3. – Alcune clausole sono ormai consolidate e meritevoli di scomposizione approfondita. È bene iniziare con le clausole che sono più semplici e immediate, come la c.d. "cooling off" e il c.d. "casting vote", e che, pertanto, possono agevolmente costituire un punto di partenza utile per sviluppare un percorso di riflessione strutturato, procedendo progressivamente verso meccanismi di maggiore complessità.

La clausola c.d. "cooling off" si basa sull'idea che il tempo possa essere un alleato nella risoluzione dei conflitti, consentendo ai soci di rivalutare le proprie posizioni dopo un periodo di riflessione e decantazione delle tensioni. Questa clausola prevede generalmente che, qualora un organo deliberativo,

[10] L'unico lavoro che ha analizzato in modo poco lineare e senza molti approfondimenti solo la clausola c.d "texas shoot out", è Fleischer, *Shoot-Out in Partnerships and Close Corporations. An Approach from Comparative Law and Economic Theory*, Max Planck Private law research Paper n. 11/2013.

come l'assemblea, non riesca a raggiungere una decisione su una questione all'ordine del giorno, la stessa possa essere riesaminata non prima di un termine minimo prestabilito ed entro un limite temporale massimo. Durante questa fase, nota, per l'appunto, come periodo di c.d. "raffreddamento", i soci o gli amministratori sono invitati a riesaminare l'argomento, eventualmente avvalendosi di approfondimenti tecnici, pareri esterni o proposte elaborate da collaboratori.

Questo meccanismo spiegato con le indicazioni di efficienza derivanti dalla teoria dei giochi può essere inquadrato come segue. La premessa è che i giocatori siano soci (ad esempio, due giocatori S1 e S2). Il risultato delle decisioni di ciascun socio (giocatore), chiamato payoff, è il beneficio o il guadagno che ottiene in base alla scelta fatta. Se entrambi collaborano, possono ottenere un buon risultato per l'impresa, al contrario, se uno approva e l'altro no, il risultato potrebbe essere meno vantaggioso. La clausola di "cooling off" aggiunge un periodo di riflessione tra le decisioni, dando tempo ai soci per rivedere le proprie scelte e considerare meglio i pro e i contro.

Prima del periodo di riflessione, ogni socio parte con una decisione iniziale, ad esempio, il giocatore 1 sceglie l'opzione A, mentre il giocatore 2 sceglie l'opzione X. I risultati di queste scelte possono essere rappresentati con numeri: il giocatore 1 ottiene un payoff di 2, mentre il giocatore 2 ottiene 3. Durante il periodo di riflessione entrambi i soci hanno la possibilità di rivalutare le loro strategie e il tempo trascorso li aiuta a considerare eventuali alternative e a ridurre possibili tensioni. Ad esempio, il giocatore 1 potrebbe decidere di passare dall'opzione A all'opzione B, e il giocatore 2 da X a Y. Dopo il periodo di riflessione le nuove strategie producono risultati migliori per entrambi. Si ipotizzi che il giocatore 1 ottiene ora un payoff di 4 e il giocatore 2 un payoff di 5. Questo compromesso rappresenta una soluzione più vantaggiosa per entrambe le parti. Questa clausola aiuta i soci ad evitare decisioni impulsive o conflittuali e a trovare soluzioni diverse che portano benefici condivisi. È come un "gioco dinamico" in cui il fattore tempo permette ai partecipanti di migliorare le loro scelte.

Lineare e semplice si presenta anche la rappresentazione della clausola c.d. "casting vote", che si caratterizza per il fatto di risolvere situazioni di stallo nelle società con l'attribuzione ad un socio o a una specifica figura (come il presidente dell'assemblea) il potere di esprimere un voto determinante

in caso di parità. Questa clausola, pur essendo meno frequente rispetto ad altre soluzioni antistallo, trova applicazione soprattutto in contesti in cui uno dei soci gode di una posizione di forza, derivante ad esempio da un maggiore contributo finanziario, tecnologico o commerciale all'impresa.

Il principio sottostante è quello di garantire, in prima battuta, una gestione condivisa delle decisioni, lasciando la possibilità di esercitare il voto determinante solo come ultima risorsa, qualora non si riesca a raggiungere un consenso. Tale approccio consente di preservare un equilibrio iniziale tra i soci, pur riservando al titolare del "casting vote" un ruolo risolutivo in caso di impasse. Un caso tipico nelle società per azioni è quello per cui il "casting vote" può essere collegato al meccanismo del voto plurimo che, ex art. 2351 c.c. [11], consente di prevedere un diritto di voto superiore all'investimento per determinate categorie di azioni, anche subordinato a condizioni specifiche, come il verificarsi di uno stallo decisionale. Analogamente nelle società a responsabilità limitata può essere prevista l'attribuzione di particolari diritti di voto a uno o più soci ex art. 2479 c.c. La clausola di c.d. "casting vote", pur nella sua semplicità, rappresenta una soluzione giuridica efficace per prevenire blocchi decisionali, garantendo al contempo un equilibrio tra la ricerca del consenso e la necessità di assicurare la continuità operativa della società.

Secondo la teoria dei giochi questo meccanismo pattizio può essere rappresentato come segue: se $\sum V = 0$ ovvero $\sum$ è la somma dei voti di tutti i soci e questa è zero, c'è parità, allora il risultato finale dopo il "casting vote" sarà $\sum V + Vc$, dove Vc è il voto aggiuntivo del presidente.

[11] La disciplina generale sul diritto di voto ex art. 2351 c.c. è stata oggetto di approfondita trattazione nei contributi classici e di riferimento della dottrina, si veda pertanto, *Relazione al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6. Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*; Abriani, *sub art. 2351, 1°-4° co.*, in *Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, Bologna, 2004; Angelillis, Vitali, *sub art. 2351*, in *Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari*, Milano, 2008; Mignone, *sub art. 2351, 5° co.,* in *Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti,* Bologna, 2004; Notari, *Le società azionarie. Disposizioni generali della società per azioni. Conferimenti. Azioni,* in Aa.Vv., *Diritto delle società di capitali*, 4a ed., Milano, 2008; ID., *Le categorie speciali di azioni*, in Abbadessa, Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, I, Torino, 2006; ID., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca Borsa*, 2003, I; Santoro, *sub art. 2351*, in *Comm. Sandulli, Santoro*, II, 1, Torino, 2003; Stella Richter, *Il trust nel diritto italiano delle società*, in *Banca Borsa*, 1998, I; ZANONI, *sub art. 2351*, in Fauceglia, Schiano DI PEPE (diretto da), *Codice commentato delle S.P.A.*, I, Torino, 2007.

Il "casting vote" introduce quindi un elemento di asimmetria, permettendo a uno dei giocatori (il presidente o il socio con voto plurimo) di risolvere lo stallo. Questo cambia il comportamento degli altri soci, che sanno che non possono affidarsi allo stallo come strategia. Così i soci sono indotti a negoziare prima del voto, per evitare di lasciare la decisione unicamente al presidente o al socio, che potrebbe non favorire nessuno dei due schieramenti. Pertanto, ipotizzando una società con quattro soci che devono decidere su un nuovo investimento:

- i soci A e B votano a favore (+1) mentre i soci C e D votano contro (–1);
- la somma dei voti è + 1 + 1 – 1 – 1 = 0, stallo decisionale;
- con la clausola di "casting vote", il presidente aggiunge il suo voto: Vc = +1;
- la somma finale diventa: $\sum V + Vc = 0 + 1 = +1$ e la proposta viene, dunque, approvata.

In questo modo questa clausola garantisce che le decisioni possano essere prese anche in situazioni di parità, ma incentiva la collaborazione poiché i soci, sapendo dell'esistenza del "casting vote", sono spinti a trovare un accordo per evitare che la decisione finale venga presa unilateralmente dal presidente o dal socio con voto plurimo. Tuttavia, il suo utilizzo deve essere regolamentato per evitare abusi, ed infatti, secondo questa rappresentazione dovrebbe essere attivato solo in caso di parità.

Fin qui il metodo di analisi secondo la teoria dei giochi e la sua rappresentazione appaiono elementari. Maggiori complessità emergono con le clausole c.d. "texas shoot out", "russian roulette" e di trascinamento ("drag Along" e "tag Along") [12].

[12] Si veda Bazzoni, *Patti parasociali - La validità 'equilibrata' della Russian roulette*, in *Giur. it.*, n. 10/2024, 2082 e ss.; Cagliari, *Patti parasociali e clausole antistallo al vaglio della Cassazione*, in *Ius Societario*, 2023, 1 e ss.; Costanza, *Clausole di roulette russa all'italiana*, in *Riv. Notar.*, 2023, 1346 e ss.; De Luca, '*Muschio Selvaggio': ossia lo stallo di una società tra artisti (a proposito di clausola di roulette russa e 'Texas shootout')*, in *Società*, 2024, 467 e ss.; Alberti, *'Alea iacta est': le possibili cause dell'attivazione della clausola statutaria della roulette russa in 'Muschio Selvaggio'*, in *Riv. Notar*., 2024, 296 e ss.; Stabile, *La validità della c.d. 'Russian roulette clause' nei patti parasociali*, in *Corr. Giur.,* 2021, 1413 e ss.; Cicatelli, *Partecipazioni paritetiche e stalli decisionali: atipicità e meritevolezza della 'Russian roulette clause'*, in *Banca Borsa*, 2020, II, 912 e ss.; Mazzamuto, *Clausola di roulette russa*, in Confortini (a cura di) *Clausole negoziali. Profili teorici ed applicativi di clausole tipiche ed atipiche*, Torino, 2019, 1205 e ss..

La clausola "texas shoot out" è uno strumento giuridico che si utilizza soprattutto nelle società con pochi soci, e che si declina in diverse configurazioni, che - tuttavia - si fondano tutte su una dinamica competitiva di base: il socio che decide di attivare la clausola formula una prima offerta per acquisire la quota dell'altro; il socio destinatario dell'offerta ha, quindi, due possibilità o accettare la proposta e vendere la propria partecipazione o rispondere con un rilancio, obbligando il proponente ad acquistare la sua quota alle nuove condizioni stabilite o a rilanciare ulteriormente. Questo sistema incentiva entrambe le parti a proporre condizioni equilibrate, bilanciando i rischi e le opportunità in modo strategico.

La clausola c.d. "texas shoot out" può essere compresa meglio attraverso la lente del comportamento strategico dei partecipanti in situazioni in cui le loro scelte si influenzano a vicenda. Questa clausola è strutturata su un meccanismo competitivo che obbliga i soci a risolvere il conflitto attraverso una dinamica basata sull'offerta e sulla risposta.

Si articola in due fasi principali: (i) prima offerta, uno dei soci attiva la clausola proponendo un prezzo (definibile come P) per acquistare la quota dell'altro; (ii) risposta del socio destinatario, che riceve l'offerta, che può (ii.i) accettare l'offerta, vendendo la propria quota al prezzo proposto; o (ii.ii) rilanciare, obbligando il proponente a vendere la sua quota al nuovo prezzo (definibile P'), che deve essere superiore alla prima offerta o a dover proporre un nuovo rilancio. Questo sistema crea una competizione strategica in cui entrambe le parti devono agire con razionalità per evitare risultati sfavorevoli.

Nella teoria dei giochi, questo patto negoziale si configura come un gioco sequenziale, in cui i soci agiscono uno dopo l'altro, valutando le possibili risposte altrui. Questo meccanismo incentiva un comportamento razionale da parte del proponente, poiché: (i) un prezzo troppo basso (P) potrebbe essere ribaltato, costringendolo a vendere a condizioni svantaggiose; (ii) un prezzo troppo alto potrebbe indurre l'altro socio a vendere, creando un danno economico per il proponente. Questo equilibrio strategico spinge entrambe le parti a proporre offerte e risposte equilibrate, minimizzando i conflitti e massimizzando i benefici, e dove il Payoff è uguale a: V (valore della società) – P (prezzo pagato) – Q (valore della quota già posseduta).

Esempio:

– se il Valore totale della società (V) = 1.000;

– le Quote di ciascun socio (Q) = 500 (pari al 50% della società);
– e il socio B offre P = 200 per acquistare la quota del socio A;

si avrà il

caso 1: se il socio A accetta di vendere al prezzo proposto (P=200), il socio B acquisisce il 100% della società con un payoff del socio B (proponente) che deriva da

– valore totale della società (V=1.000);
– prezzo pagato per acquistare la quota di A (P=200).
– valore della quota già posseduta (Q=500)
– e conseguentemente
– Payoff di B = V – P – Q = 1.000 – 200 – 500 = 300;
– Payoff del socio A (destinatario che vende) = il prezzo della vendita (P=200)

oppure si verificherà il

caso 2: se il socio A decide di rilanciare, e propone un nuovo prezzo P' = 300. A questo punto il socio B dovrà decidere se: (ii) accettare e vendere la propria quota o (ii) rilanciare ulteriormente.

Se B vende la propria quota al nuovo prezzo P'=300; e il valore totale della società (V=1.000) e il valore della quota già posseduta (Q=500) il payoff sarà il seguente:

– Payoff di A = V – P′ – Q = 1.000 – 300 – 500 = 200;
– Payoff del socio B (proponente che vende) = P'=300.

L'esempio del caso 2 è volutamente (ed esemplificativamente) poco razionale, ma è ovvio che il rilancio (per logica) sarà un prezzo sempre prossimo al valore reale della quota, desunto dal valore della società sulla base delle informazioni di cui il socio dispone dell'impresa.

Appare importante evidenziare che questa regola pattizia incentiva al rilancio economico fino a che le parti da sole non trovano il punto di equilibrio sul prezzo: i soci sono incoraggiati a riproporre nuovi prezzi se ritengono che il valore della società sia maggiore del prezzo offerto. Si crea pertanto un equilibrio competitivo, in quanto il meccanismo di forza di entrambe le parti è quello di proporre prezzi realistici per evitare di cedere il controllo a condizioni sfavorevoli. Conseguentemente l'esito è assolutamente razionale poiché il processo termina quando uno dei soci ritiene che il prezzo proposto non sia più vantaggioso rispetto al valore della società e, naturalmente anche

questo meccanismo è fondato sulla trasparenza informativa, solo la conoscenza piena del valore dell'impresa crea l'equilibrio competitivo.

D'altra parte, in un gioco competitivo, la differente capacità economica dei due giocatori può diventare un fattore decisivo di squilibrio, agirà – per l'appunto - come fattore di asimmetria nel gioco. Se uno dei partecipanti è consapevole della limitata disponibilità finanziaria dell'altro, sarà incentivato a offrire una cifra più bassa, confidando che l'altro, spinto dalla necessità, sarà costretto ad accettarla.

In parte simile a quella appena trattata è la clausola "russian roulette", con questa clausola, uno dei due soci può "iniziare il gioco" proponendo un prezzo per acquistare la quota dell'altro (es. ti offro di comprare la tua quota a 50). Il socio che riceve l'offerta ha due possibilità: (i) accettare e vendere la propria quota al prezzo proposto (vendo la mia quota a 50); o (ii) ribaltare la proposta, obbligando chi ha fatto l'offerta iniziale a vendere la sua quota allo stesso prezzo (no, compro io la tua quota a 50). Tutto in un unico giro.

Immaginiamo i due soci, A e B, ciascuno con il 50% delle quote (QA=QB=50) e un valore totale della società V=100.

La clausola "russian roulette" crea anch'essa un gioco strategico tra i due soci: (i) il socio che fa l'offerta iniziale (proponente) deve scegliere un prezzo (P) che dovrà essere ragionevole, sapendo che potrebbe dover vendere le proprie quote allo stesso prezzo; (ii) il socio che riceve l'offerta (oblato) valuta razionalmente se accettare o ribaltare, considerando il valore della società (V). Anche in questo caso le informazioni di cui il singolo socio dispone sui valori economici e le sue capacità finanziarie sono determinanti nell'equilibrio dinamico del gioco.

Questo meccanismo obbliga entrambi i soci a comportarsi in modo razionale, perché un'offerta troppo alta o troppo bassa può essere sfruttata dall'altro a proprio vantaggio.

Supponiamo che:

(i) il valore totale della società sia V=100.

(ii) entrambi i soci possiedono 50% delle quote (QA=QB=50).

(iii) il socio A propone di comprare la quota di B offrendo P=40 per l'altra quota:

(iv) se B accetta, raggiunge il seguente payoff: 100 V (valore della società) – 40 P (prezzo della proposta di acquisto) – 50 Q (valore della quota già posseduta) = 10;

(v) se B ribalta l'offerta, obbliga A a vendere, cosicché il payoff di 10 andrà a suo vantaggio.

Il tutto sulla base delle informazioni che i soci hanno sul valore complessivo della società sia in termini attuali che di prospettive future.

L'efficacia economica è evidente: si incentivano offerte equilibrate in quanto entrambi i soci corrono il rischio di dover vendere allo stesso prezzo motivandoli a proporre valori equi. Anche in questo caso, il presupposto del gioco competitivo risulta meramente teorico, poiché il funzionamento delle clausole antistallo dipende in modo determinante dalla trasparenza informativa e dall'equilibrio economico tra i soci: la mancanza di informazioni complete sui valori e una sproporzione tra le capacità o le necessità finanziarie dei giocatori compromette l'efficacia del meccanismo.

Infine, appare opportuno soffermarsi sull'analisi delle clausole di trascinamento, c.d. "tag along" e "drag along", al fine di approfondirne la logica operativa e il ruolo strategico nel superamento degli stalli societari. La prassi di questa clausola conferisce ai soci di minoranza il diritto di "agganciarsi" alla vendita del socio di maggioranza e vendere le loro quote alle stesse condizioni. Pertanto, i soci di minoranza possono "taggare" la vendita del socio di maggioranza, assicurandosi di ricevere lo stesso prezzo per quota, senza frapporre ostacoli di qualsiasi natura alla vendita o alla futura gestione della società.

La clausola c.d. "tag along" si colloca nella teoria dei giochi poiché coordina le strategia di tutti i giocatori (soci), infatti, (i) la tattica del socio di maggioranza si sviluppa sulla consapevolezza che i soci di minoranza possono vendere con lui, obbligandolo a proporre un prezzo equo per assicurarsi che la vendita avvenga senza conflitti, anche con il soggetto che acquista; d'altro canto (ii) la strategia dei soci di minoranza è quella di ricevere una reale protezione impedendo al socio di maggioranza di agire unilateralmente, il tutto riduce il rischio di stallo.

La clausola crea un equilibrio assoluto: nessuno dei giocatori (soci) è incentivato a prendere decisioni che svantaggino gli altri, perché tutti hanno un meccanismo chiaro e condiviso.

Analogamente la clausola c.d. "drag along" conferisce al socio di maggioranza il potere di "trascinare" con sé i soci di minoranza in una vendita, garantendo però che questi ultimi debbano vendere le loro quote alle stesse condizioni offerte al socio di maggioranza. Tutti i soci ottengono lo stesso

prezzo per quota e secondo la teoria dei giochi, questo tipo di patto può essere visto come un equilibrio efficiente in quanto accelera le operazioni e riduce i costi legati a conflitti interni o lunghe negoziazioni, minimizzando i conflitti e massimizzando i benefici comuni.

Sul piano complessivo di quanto fin qui esposto, utilizzando un approccio semplice basato sulla teoria dei giochi, appare ovvio che le clausole antistallo sono strumenti contrattuali la cui validità ed efficacia dipende da alcune condizioni fondamentali. Una clausola antistallo sarà efficace solo se determinate condizioni vengono rispettate.

(A) Un primo elemento decisivo è la consapevolezza del reale valore della società, basato su una chiara informazione societaria. Tutti i soci devono poter conoscere su basi paritarie il valore reale della società. Se uno dei soci sottovaluta o sopravvaluta il valore della società, rischia di prendere decisioni irrazionali o inefficaci. Questo si collega al concetto di simmetria informativa: tutti i giocatori devono avere le stesse informazioni per competere ad armi pari.

(B) Una seconda condizione è rappresentata dall'accesso alle risorse finanziarie, ogni socio deve avere la capacità economica di acquistare le quote degli altri soci, se necessario. Se un socio non ha i mezzi finanziari per partecipare al meccanismo, la clausola diventa inefficace.

(C) Un ulteriore condizione è quella dell'equilibrio contrattuale, ovvero l'accordo deve garantire che le clausole siano equilibrate per tutti i soci, evitando vantaggi ingiusti o imposizioni arbitrarie. Questo si ottiene stabilendo regole chiare e trasparenti, come la determinazione del prezzo basata su criteri oggettivi.

Se una delle condizioni sopra descritte non è soddisfatta si avrà la seguente rappresentazione:

- se il Valore (V) della società non è condiviso i soci avranno valutazioni economiche diverse e il prezzo stabilito per la compravendita (P) si potrebbe rivelare ingiusto;
- se non vi è capacità economica (Fi) da parte di uno dei soci (giocatori) la logica di svolgimento di offerta e accettazione si fonderà su elementi diversi da quelli previsti nel negozio con fallimento del meccanismo contrattuale previsto.

Le clausole antistallo funzionano come un gioco strategico, in cui tutti i soci devono essere razionali, informati e dotati delle risorse necessarie. Se

tutte le condizioni sono rispettate, le clausole garantiscono una soluzione efficace ai conflitti societari, massimizzando il risultato economico per tutti. Tuttavia, se anche una sola condizione manca, l'intero sistema rischia di fallire. In questo caso, non solo la clausola diventa inefficace, ma risulta non allineata ai principi di diritto societario, rischiando, inoltre, di aggravare i conflitti tra i soci, comportando risultati dannosi per la società. Le clausole antistallo rappresentano un equilibrio delicato: la loro efficacia dipende da regole chiare, informazioni condivise e risorse adeguate, tutte condizioni necessarie per raggiungere un esito razionale ed economicamente vantaggioso.

4. – Sulla base delle analisi prima esposte è imprescindibile soffermarsi su due aspetti centrali che incidono profondamente sull'efficacia e sull'equità delle clausole antistallo poiché le asimmetrie informative tra i soci e le loro differenti capacità finanziarie assumono un ruolo determinante nel garantire il rispetto del principio dell'equa valorizzazione delle quote sociali. L'informazione societaria costituisce uno strumento essenziale per garantire la trasparenza e la corretta gestione dei diritti societari. La sua funzione principale è quella di ridurre le asimmetrie informative, fornendo ai soci gli elementi necessari per valutare il reale valore della società e per prendere decisioni consapevoli, in particolare in relazione alla gestione delle proprie quote.

Queste indicazioni, nell'ambito delle clausole antistallo, quando allineate alle regole interpretative poste dalla Cassazione, evidenziano la difficoltà di considerare legittimi i "giochi strategici" privi di trasparenza informativa.

Le disparità (o addirittura le opacità) informative tra i soci rappresentano un ostacolo significativo alla giustizia contrattuale e al corretto funzionamento delle clausole antistallo. Quando le informazioni societarie non sono adeguatamente condivise, i soci possono trovarsi in condizioni di disuguaglianza, con una parte avvantaggiata dalla conoscenza e l'altra costretta a prendere decisioni incerte o svantaggiose. L'informazione societaria, pertanto, deve essere trattata come un bene collettivo, capace di livellare il campo di gioco e consentire a ciascun socio di valutare con consapevolezza il reale valore delle quote sociali, delle strategie adottate e dei rischi aziendali. È proprio in questo contesto che l'adozione di strumenti di trasparenza, come report finanziari dettagliati e meccanismi di comunicazione regolare, diviene fondamentale per attenuare tale problema.

Le clausole antistallo rappresentano strumenti contrattuali sofisticati, il cui funzionamento dipende da un delicato equilibrio tra i principi che le regolano e le dinamiche informative ed economiche tra le parti coinvolte. Sebbene la teoria dei giochi ne illustri chiaramente il meccanismo e le condizioni essenziali per garantirne l'operatività, ciò non basta a garantire che tali clausole raggiungano il loro scopo finale: la risoluzione efficace ma anche equa delle situazioni di stallo societario.

Un elemento decisivo per il successo di queste clausole è la simmetria informativa tra i soci. In mancanza di un equilibrio informativo, il meccanismo contrattuale, pur applicabile, rischia di avvantaggiare chi dispone di maggiori informazioni, compromettendo l'obiettivo di equità e trasparenza. Ad esempio, un socio con un accesso privilegiato alle informazioni finanziarie della società potrebbe sfruttare la propria posizione per proporre condizioni sfavorevoli all'altro, il quale, privo di una visione chiara, potrebbe accettarle per necessità o ignoranza.

In altre parole, una delle clausole antistallo già esaminate possono teoricamente esistere ed essere applicate, risultando persino valide sul piano formale anche in assenza di simmetria informativa. Tuttavia, in tali condizioni, esse difficilmente garantiscono esiti soddisfacenti e, certamente, rischiano di entrare in conflitto con alcuni principi inderogabili del diritto societario. In particolare, ledono il diritto dei soci a un'informazione completa e corretta sulla società, principio che si potrebbe definire "parallelo" in tutto il diritto societario e che riceve protezioni crescenti in tutte le sue declinazioni nell'ordinamento italiano e UE. Ne deriva che, in un contesto di asimmetria informativa, l'efficacia di tali clausole risulterebbe compromessa non solo dal punto di vista funzionale, ma anche sotto il profilo della loro conformità alle norme di sistema.

In definitiva, le clausole antistallo non operano in un vuoto teorico, ma in un contesto in cui le dinamiche di informazione e la forza economica tra i soci giocano un ruolo determinante. Per garantire che queste clausole possano davvero risolvere situazioni di stallo in modo equo ed efficace, è essenziale assicurare una base di trasparenza informativa e un equilibrio economico tra le parti.

Una soluzione per contrastare le asimmetrie informative in ambito societario potrebbe ispirarsi alla tecnica prevista dall'art. 2437-ter c.c..

Il riferimento a questa norma potrebbe rivelarsi come un punto di riferi-

mento utile per introdurre criteri oggettivi di calcolo che garantiscano una base comune di informazioni ai partecipanti alla "sparatoria".

L'art. 2437-ter c.c., nella disciplina del recesso [13], fornisce un parametro per la determinazione del valore della partecipazione sociale basato su criteri oggettivi e trasparenti, garantendo al socio recedente un valore equo della sua quota. Questa regola, pur pensata per una situazione specifica, quella dell'exit volontario, e pur non essendo automaticamente riferibile al contesto delle clausole antistallo (che operano su un piano diverso e mirano a facilitare la negoziazione tra soci in conflitto), rappresenta senz'altro un valore sostanziale sul piano della riconduzione ad equità del gioco tra le parti, poiché ha la capacità di offrire un metodo oggettivo per valutare le partecipazioni, ed in definitiva per prevenire situazioni di squilibrio o di abuso informativo.

In questa prospettiva, l'art. 2437-ter c.c. rappresenterebbe il parametro di riferimento per garantire che le parti coinvolte nelle negoziazioni abbiano accesso a informazioni chiare e imparziali sul valore della società e delle partecipazioni. Non si tratterebbe, quindi, di utilizzare la norma come strumento ermeneutico, estensivo o analogico, ma di tradurne lo spirito in un modello che consenta di riequilibrare le asimmetrie informative, fornendo alle parti una base comune da cui partire per negoziare liberamente. È proprio qui che la regola dell'art. 2437-ter c.c. entrerebbe in gioco come standard valutativo: la sua applicazione non condurrebbe ad una predeterminazione rigida del valore delle quote, ma piuttosto si rivelerebbe come un meccanismo diretto a garantire alle parti una base informativa oggettiva e neutrale, e soprattutto,

[13] Sul tema si veda Abbadessa, Portale, *Il nuovo diritto delle società*, III, Torino, 2007; Auletta, Salanitro, *Diritto Commerciale*, Milano, 2008; Belviso, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Tratt. Rescigno*, 17, Torino, 1985; Bonfante, Corapi, Marziale, Rordorf, Salafia, *Codice Commentato delle Società*, II, Milano, 2007; Campobasso, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, 2003; Carmignani, in Sandulli, Santoro, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, 2003; Costanzo, Gazzani, Novati, *Le Società. Commento al D.Lgs. 6/2003, Milano*, 2003; Di Sabato, *Diritto delle Società*, Milano, 2003; Ferrara, Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2006; Maffei Alberti, *Il nuovo diritto delle società*, II, Padova, 2005; Niccolini, Stagno D'Alcontres, *Società di Capitali*, Napoli, 2004; Pescatore, *La Società per azioni*, in Buonocore (a cura di), *La riforma del diritto societario,* Torino, 2003; Aggiornato Rordorf, *La nomina dell'esperto per la determinazione del valore di liquidazione della partecipazione in caso di recesso del socio di una società di capitali*, in *Società*, 2024; Santosuosso, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003; Zanelli, *Stipulazione e vicende del contratto di società*, in Galgano (diretto da), *Le società*, Torino, 2002.

non eliminerebbe la dinamicità del confronto tra soci, preservando la loro libertà di interpretare i dati in modo soggettivo e di costruire le singole strategie personali.

Questo approccio non solo aumenterebbe la trasparenza interna, ma offrirebbe anche garanzie concrete di equità. I soci, infatti, avrebbero accesso a dati certificati e recenti che li metterebbero in condizione di valutare consapevolmente le operazioni in corso. Tale misura risulterebbe particolarmente utile nel caso di esercizio di clausole come quelle di tipo "russian roulette" o "texas shoot-out" dove la determinazione del valore delle partecipazioni è determinante per evitare squilibri e abusi. Questo meccanismo si dimostrerebbe utile anche in termini di rimedi, poiché un'errata rappresentazione delle informazioni potrebbe configurare una responsabilità diretta.

5. – Nel delicato equilibrio delle clausole antistallo, la teoria dei giochi evidenzia che il principio dell'equa valorizzazione della quota si intreccia indissolubilmente con la capacità economica del socio. La possibilità di attivare tali clausole, infatti, non dipende solo dal loro disegno formale, ma anche dalla concreta disponibilità finanziaria delle parti, influenzando così l'equità e l'efficacia della risoluzione del conflitto societario [14]. Anche in presenza di clausole formalmente valide e attivabili, l'asimmetria tra le risorse finanziarie dei soci può alterare significativamente gli esiti del gioco competitivo. Un socio con limitata capacità economica potrebbe trovarsi costretto ad accettare condizioni inique o a rinunciare a esercitare i propri diritti, consentendo così all'altro di ottenere un vantaggio sproporzionato. In tal senso, la capacità economica si configura come un'altra condizione indispensabile per il successo giuridico-economico delle clausole antistallo.

Infatti, l'efficacia delle clausole antistallo, incluse quelle di tipo "shoot-out", non garantisce in ogni circostanza una soddisfazione equa degli interessi coinvolti. In alcune configurazioni tipiche, il principio di equilibrio tra le parti (c.d. *checks-and-balances*) può rivelarsi insufficiente.

Un aspetto critico emerge quando il meccanismo che consente a ciascuna parte di assumere il ruolo di acquirente, pensato per assicurare imparzialità, diventa inutilizzabile a causa dell'incapacità finanziaria di una parte di acquistare

[14] Si veda anche De Luca, "*Roulette russa" ed equa valorizzazione: tra sociale, parasociale, equivoci e preconcetti*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2024, 1, 257 e ss.

le quote dell'altra. Questa "fragilità finanziaria" può teoricamente essere attenuata attraverso supporti economici esterni, ma difficilmente eliminata del tutto. Nei casi in cui una parte sia consapevole delle limitazioni finanziarie dell'altra, questa potrebbe essere tentata (ma di fatto è così) di sfruttare la situazione formulando un'offerta significativamente bassa (c.d. low-ball bid).

Questa strategia, evocativa di condotte già note nel diritto antitrust, può essere descritta come una forma di "potenziale predatorio", poiché mette in luce come l'efficacia e l'equità delle clausole antistallo dipendano inevitabilmente dalla capacità economica delle parti coinvolte.

Nell'ambito delle clausole antistallo, il principio di equa valorizzazione delle quote rappresenta un limite imprescindibile, anche al di là della efficacia formale che i singoli negozi giuridici possono assumere. L'ordinamento italiano, ispirandosi ai principi di buona fede e correttezza, non potrebbe tollerare il comportamento abusivo di un socio che, sfruttando la debolezza finanziaria dell'altro, distorce il funzionamento delle clausole per ottenere vantaggi indebiti.

La tutela dell'equa valorizzazione delle quote richiede una valutazione che consideri non solo la conformità formale delle clausole agli accordi contrattuali, ma anche il loro impatto sostanziale di pieno rispetto dei principi di correttezza e di buona fede nell'adempimento delle obbligazioni contrattuali, determinato dall'eventuale sproporzione del potere economico o dalle necessità delle parti coinvolte. Qualora emerga che una parte ha utilizzato la propria forza economica per sfruttare una clausola a danno dell'altra, ad esempio imponendo un prezzo significativamente inferiore al valore di mercato, tale comportamento potrebbe essere considerato non conforme alle norme in campo.

In linea di massima l'applicazione di tali clausole in presenza di significative disparità economiche tra i soci solleva interrogativi circa la loro compatibilità con il principio di equa valorizzazione delle quote. Questo principio, sancito dagli artt. 2437-ter e 2347-sexies c.c., garantisce al socio recedente la determinazione di un valore di liquidazione che rifletta in modo ragionevole la consistenza patrimoniale e le prospettive reddituali della società, tenendo conto di eventuali criteri statutari correttivi. L'art. 2437-ter c.c. stabilisce che la liquidazione della quota del socio recedente debba avvenire in modo da riflettere il valore effettivo della partecipazione. Tale valore può essere definito

secondo criteri legali, basati sulla consistenza patrimoniale, sulle prospettive reddituali e, ove applicabile, sul valore di mercato, oppure mediante criteri convenzionali stabiliti dallo statuto. La ratio legis mira a garantire che il socio ottenga un compenso equo per la propria partecipazione, evitando che la liquidazione diventi un'occasione per avvantaggiare una delle parti a scapito dell'altra.

Tuttavia, l'applicazione pratica di questo principio può incontrare difficoltà significative nelle clausole antistallo, specialmente se il funzionamento di queste ultime si basa su dinamiche di "gioco strategico", come quelle previste nelle clausole di tipo "russian roulette" o "texas shoot-out". In questi casi, il valore di liquidazione non è determinato da criteri oggettivi e predeterminati, ma da un processo competitivo che può risultare squilibrato sin dall'inizio in presenza di significative disparità economiche.

Il meccanismo delle clausole antistallo, seppur teoricamente equo nella sua struttura, presuppone che entrambe le parti abbiano uguali capacità di partecipazione. Questo implica non solo un accesso simmetrico alle informazioni societarie, ma anche risorse economiche sufficienti per affrontare le condizioni imposte dalla clausola.

La giurisprudenza ha affrontato il tema dell'equa valorizzazione in relazione alle clausole contrattuali, ribadendo che la libertà negoziale delle parti non può spingersi fino al punto di compromettere l'equità sostanziale [15]. Se la disparità tra le parti è tale da impedire una partecipazione equa al meccanismo contrattuale, l'intero sistema rischia di trasformarsi in uno strumento di abuso, piuttosto che in una soluzione giusta e funzionale.

Le clausole antistallo, progettate per risolvere le impasse decisionali, si basano su un presupposto fondamentale: la parità delle parti. Quando questa è compromessa da uno squilibrio economico, il funzionamento della clausola può deviare dall'obiettivo originario, generando risultati che violano il principio di equa valorizzazione della quota societaria.

Da ultimo occorre spendere un'ultima riflessione: l'affermazione secondo cui l'inclusione di un patto antistallo nello statuto societario ne garantirebbe l'efficacia obbligatoria per tutti i soci e presenterebbe, quindi, profili di ille-

[15] In particolare, la Cassazione civile, nella sentenza n. 16168/2014, ha chiarito che anche i criteri convenzionali devono riflettere il valore effettivo della partecipazione, pena la loro invalidità.

gittimità, mentre la sua collocazione in un patto parasociale non presenterebbe tali difficoltà, appare poco significativa se considerata alla luce di una riflessione più ampia sul funzionamento delle clausole antistallo, anche attraverso l'ottica della teoria dei giochi. I veri problemi non sembrerebbero risiedere tanto sulla collocazione formale della clausola, quanto sulle dinamiche sostanziali che ne determinano l'efficacia pratica.

La teoria dei giochi evidenzia che l'efficacia delle clausole antistallo dipende da variabili come la simmetria informativa tra le parti e la loro capacità economica, fattori che incidono profondamente sulla funzionalità del meccanismo. Concentrare l'attenzione esclusivamente su questo tema rischia di distogliere lo sguardo dalle reali criticità, che riguardano piuttosto l'equilibrio sostanziale tra i soci e la concreta possibilità di attuare soluzioni che siano funzionali agli obiettivi societari, ma anche giuste secondo le linee generali di sistema.

Abstract

Il saggio applica la teoria dei giochi all'analisi delle quote di partecipazione paritetiche nelle società, evidenziando i rischi di stallo decisionale e le strategie per superarlo. Esamina strumenti come il *cooling-off period*, il *casting vote* e le clausole contrattuali (*Russian Roulette Clause*, *Texas Shoot Out Clause*), valutandone l'efficacia. Analizza inoltre il ruolo cruciale delle asimmetrie informative ed economiche nella loro effettiva riuscita.

This essay applies game theory to the analysis of equal ownership stakes in companies, highlighting decision-making deadlocks and strategies to overcome them. It explores tools such as the cooling-off period, casting vote, and contractual clauses (Russian Roulette Clause, Texas Shoot Out Clause), assessing their effectiveness. Finally, it examines the crucial role of informational and economic asymmetries in their actual success.