

**L'APPLICAZIONE DEGLI “SCONTI DI MINORANZA”
O “PREMI DI MAGGIORANZA” NELLA DETERMINAZIONE
DEL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE
DEL SOCIO RECEDENTE DI UNA S.R.L.**

(Nota al Decreto n. 980/2014 del Tribunale di Padova)

di

Marco Greggio

SOMMARIO: *1. Il decreto del Tribunale di Padova n. 980/2014 del 25 maggio 2014. – 2. La determinazione del valore di mercato della quota di s.r.l. del socio recedente. – 3. Il premio di maggioranza e lo sconto di minoranza nelle s.p.a.. – 4. L'eventuale applicazione del “premio di maggioranza” o dello “sconto di minoranza” nelle s.r.l..*

1. Il decreto del Tribunale di Padova n. 980/2014 del 25 maggio 2014.

Il decreto in commento ha statuito su di un caso di recesso esercitato dal socio di minoranza (proprietario del 7,5% del capitale sociale) di una s.r.l., che aveva ad oggetto l'attività di collaudi e verifiche periodiche, ai sensi di una clausola statutaria che riprendeva fedelmente la norma codicistica (salvo aggiungere che il valore di mercato doveva tenere conto finanche “dell'avviamento”); il socio di minoranza, non avendo accettato la determinazione del valore della propria quota compiuta dall'organo amministrativo, aveva

così depositato un ricorso, ai sensi dell'art. 2473, co. III, c.c., per la nomina di un esperto stimatore.

Nell'ambito del procedimento, il nominato CTU nella propria relazione peritale dava atto che la valutazione della quota era stata effettuata “con equo apprezzamento”, considerando tre “punti fermi”: la valutazione era stata eseguita alla data del recesso del socio, al valore di mercato e tenendo conto del valore dell'avviamento.

Il metodo utilizzato dal C.T.U., tenendo conto dell'attività esercitata dalla società, era quello misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento e con capitalizzazione limitata.

In particolare il C.T.U. sottolineava come il reale valore economico di mercato della quota poteva essere *diverso* dal valore pro-quota del capitale economico complessivo, in virtù dell'applicazione di variazioni al valore economico delle partecipazioni tramite “premi” o “sconti”, ossia rettifiche, in aumento o in diminuzione, da applicare al valore fondamentale di una partecipazione per tradurlo in un prezzo fattibile in condizioni astratte di mercato. E nel caso in esame dal combinato disposto dell'art. 2473 c.c., che richiama il “*valore di mercato*” e dell'art. 1349 c.c. (riferito all’*“equo apprezzamento dell'esperto”*), nonché in considerazione del particolare assetto societario, il C.T.U. riteneva corretto applicare – essendo receduto un socio di minoranza - uno “*sconto per mancanza di controllo*”, per l'assenza dei peculiari poteri conferiti - appunto - dal controllo societario¹.

In buona sostanza, il CTU assumeva che il riferimento al “*valore di mercato*” della quota sostanziasse la medesima valutazione della quota sia a seguito del recesso, sia per una normale compravendita.

¹ Il CTU evidenziava che tale sconto rifletteva l'assenza dei poteri conferiti dal controllo, in considerazione della compagine societaria, atteso che la maggioranza assoluta del capitale (pari al 90%) ad un unico soggetto, che ai sensi dello statuto poteva esercitare un controllo assoluto sullo svolgimento della vita sociale (essendo i *quorum* costitutivi e deliberativi pari alla maggioranza assoluta del capitale sociale). Pertanto il CTU rilevava che, da un lato, chiunque tra i soci avesse acquisito tale quota non avrebbe modificato il proprio *status* individuale di controllo; dall'altro, la conclusione sarebbe stata la medesima se ad acquisire la quota fosse stato un terzo soggetto.

Pertanto il C.T.U., onde determinare lo sconto per mancanza di controllo, utilizzava la seguente formula²:

$$\text{sconto \%} = 1 - 1 / (1 + \text{premio \%})$$

dove il premio di controllo, in questa situazione, è calcolato attraverso la seguente formula:

$$\text{premio \%} = 2\% / \% \text{ quota.}$$

A fronte delle osservazioni critiche del socio recedente, con decreto depositato in data 25 maggio 2014 il Tribunale di Padova *modificava*, in virtù dell'art. 1349 c.c.³, il valore della quota così determinato del C.T.U., ritenendo che “(...) tale ‘sconto di minoranza’, così come eventuali “premi di maggioranza” non possono trovare applicazione nella determinazione del valore della partecipazione del socio receduto”.

Nel provvedimento, dopo aver esaminato la *ratio* della riforma societaria, volta a tutelare “(...) il socio di minoranza agevolandone l'uscita dalla società di capitali”⁴, e dell'istituto del recesso⁵, il Tribunale di Padova riteneva che “(...) la norma di legge, così come quella statutaria, riferiscono il valore di mercato non alle singole quote ma al patrimonio sociale nel suo complesso e pertanto, attesa l'inesistenza di un mercato dei patrimoni sociali nella loro interezza, essa non può che significare un riferimento al valore economico effettivo del patrimonio netto e, quindi, al capitale economico della società”(...

“Ritenuto pertanto che il riferimento normativo al rimborso della quota in proporzione del patrimonio sociale esclude di per sé la possibilità che possano venire in considerazione premi di maggioranza o sconti

² Applicando, per analogia, la medesima formula utilizzabile in presenza di un pacchetto azionario (sul punto cfr. GUATRI-BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, 2007, Milano).

³ Ai sensi del quale (primo comma, ultimo periodo) se la determinazione del terzo “è manifestamente iniqua o erronea, la determinazione è fatta dal giudice”.

⁴ “Non solo ampliando le ipotesi di recesso, ma anche innovando a tal fine sui criteri dettati per la valutazione della partecipazione del socio uscente, non più ancorata ai valori contabili ma al suo effettivo valore di mercato (il cd. “fair value”)” (cfr. decreto Trib. Padova 25.5.14).

⁵ Che “finisce per operare un deterrente rispetto a comportamenti illegittimi della maggioranza risolvendosi in uno stimolo all'efficienza e correttezza nei rapporti interni e in particolare in un incentivo alla ricerca di soluzioni dei conflitti interni, tale da scongiurare l'esercizio stesso del rimedio e in tal modo evitare il temuto impatto sul patrimonio sociale” (cfr. decreto Trib. Padova 25.5.14).

di minoranza che riguardano e possono venire in considerazione solo nell'ambito della negoziazione di una quota in relazione al prezzo convenuto in uno scambio isolato ove rilevano posizioni di interesse soggettivo e di forza contrattuale dei soggetti coinvolti” – il Tribunale patavino rivedeva i criteri di determinazione della quota operati del CTU, “(...) per non vanificare l'esercizio del predetto diritto rendendolo non conveniente sul piano patrimoniale”, rideterminando il valore della medesima quota, quale frazione del patrimonio netto (senza applicare, quindi, alcuno “sconto”).

Tale pronuncia appare di interesse per l'operatore del diritto e affronta un tema sul quale non si rinvencono significativi precedenti: l'applicazione – o meno – del c.d. “sconto di minoranza” per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente di una s.r.l.-.

Nella presente nota si cercherà, quindi, di analizzare tali questione, con un breve richiamo della disciplina prevista per le s.p.a., oltre che degli interventi giurisprudenziali e dottrinari rinvenuti per tale tipo sociale, onde concludere in senso adesivo alla pronuncia in commento, non senza evidenziare le criticità insite alla mancata applicazione dei “premi” o degli “sconti”.

2.La determinazione del valore di mercato della quota di s.r.l. del socio recedente.

La determinazione dell'ammontare del rimborso della partecipazione è effettuata con riferimento ai criteri stabiliti nell'atto costitutivo o, in mancanza, alla norma di cui all'art. 2473, co. III, c.c.. Tale norma prevede che *“i soci che recedono dalla società hanno diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione del patrimonio sociale. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso; in caso di disaccordo la determinazione è compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale,*

che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349⁶.

Dalla norma codicistica si ricavano, quindi, alcuni *punti fermi* ed alcune *differenze* rispetto alla disciplina delle s.p.a.: la dichiarazione di recesso fa sorgere in capo al recedente un diritto di credito ⁶; il valore della quota è determinato dai soci oppure, in caso di disaccordo tra i soci, tramite relazione giurata di un esperto che - diversamente da quanto stabilito dall'art. 2465 c.c. in materia di stima dei conferimenti in natura - dovrà essere nominato dal tribunale (nella S.p.a. il valore della quota è determinato dagli amministratori, *ex art. 2437ter*, co. II, c.c.); la determinazione dell'esperto è impugnabile solo se manifestamente iniqua o erronea (art. 1349, co. I, c.c., richiamato dall'art. 2473, co. IV, c.c.); il termine per la liquidazione è fissato in centottanta giorni (mentre per le S.p.a. non è stabilito alcun termine).

La norma ruota intorno all'espressione "*valore di mercato*" al momento della dichiarazione di recesso⁷.

In dottrina si ritiene che il riferimento al "*valore di mercato*" sottende la considerazione delle poste patrimoniali secondo il loro *valore economico corrente* e non già meramente contabile, attesa l'inesistenza di qualunque mercato per la quota in oggetto⁸. Non sono, quindi, vincolanti i valori indicati nel bilancio dell'ultimo esercizio, in quanto si ispirano ad

⁶ Cfr. DE ANGELIS, *Dal "capitale leggero" al "capitale sottile": si abbassa il livello di tutela dei creditori*, in *Soc.*, 2002, 1456; PATRIARCA, *Brevi considerazioni in ordine all'"exit" nella s.r.l. alla luce delle prospettive di riforma*, in Associazione Disiano Preite (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 83.

⁷ Cfr. Cass. 26.8.04, n. 17012, con nota di CHIRILLI, in *Riv. notar.*, 2005, II, 141 e ss., *Diritto di recesso e rimborso delle azioni nella riforma del diritto societario*.

⁸ *Ex multis* cfr. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 549; VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2005, 6, 434; BALDISSERA-MANFRIN, *La valutazione della partecipazione del socio recedente da società di capitali*, in *Unibs, paper* 124 del dic. 2011.

un'ottica prudentiale di continuazione dell'impresa⁹. Per esempio, laddove il patrimonio sociale risulti contabilmente composto da valori *non* effettivi, in quanto riferiti a beni strumentali di tipo informatico e/o comunque ad alto contenuto tecnologico, come noto soggetti a rapida obsolescenza, tali poste andranno valutate ai valori *correnti* – ossia secondo il principio del c.d. *fair value* – (e non già secondo i valori esposti in bilancio).

Qualora nello statuto sociale non ci sia un riferimento al valore dell'“*avviamento*”, come nel caso oggetto della sentenza in commento, ed indipendentemente dalla sua iscrivibilità in bilancio, si ritiene comunque che la valutazione dovrà essere condotta finanche in base alle prospettive *reddituali* dell'impresa. E la stima del profilo *reddituale*, stante gli evidenti margini di aleatorietà che vi sono riconnessi, impone l'adozione di cautele essenzialmente volte a ponderare il dato emergente da una mera formula matematica (tra le diverse disponibili), con la realtà del contesto economico-ambientale, oltre che della *specifica* attività svolta ¹⁰.

Così, ferma l'autonomia statutaria, si ritiene che la disposizione in commento, nel fare riferimento al valore effettivo (“di mercato”) della quota stessa, debba essere determinato tenendo conto del valore effettivo dei beni sociali, degli utili (o delle perdite), delle prospettive reddituali e delle operazioni in corso.

Punctum pruriens dell'art. 2473 c.c. è quello di stabilire se il “*valore di mercato*” sia da riferire alla “quota” oppure al “patrimonio sociale”.

Nel primo caso la quota avrebbe un valore per sé stessa e la sua valutazione potrebbe, in astratto, essere quella effettuata da un terzo interessato alla compravendita della stessa, nel libero mercato, venendo così in gioco numerosi fattori, fra i quali la dimensione relativa della partecipazione ed i diritti che ad essa spetterebbero per l'effetto della disciplina

⁹ D'altronde “*la norma riformata ha così svincolato la determinazione del patrimonio sociale dal bilancio d'esercizio, introducendo il principio della determinazione della quota in base al suo valore di mercato*” (MARCELLO, *La valutazione della quota del socio recedente*, in *Il Fisco*, 23/2010, 3638).

¹⁰ Sul punto cfr. ONESTI, *Problemi valutativi nella liquidazione della quota del socio uscente nelle società di persone e nelle società di capitali*, Torino, 1991, p. 33; GUATRI-BINI, *La valutazione delle aziende*, Milano, 2007, 248.

normativa o di pattuizioni statutarie. Nel secondo caso, invece, valutando l'*equity value*, il valore della quota si ricaverebbe da una semplice operazione matematica di divisione del valore totale del patrimonio sociale per le frazioni da esse rappresentate.

Optando per la prima soluzione, quindi, verrebbero in gioco gli eventuali premi di maggioranza o sconti di minoranza. Seguendo la seconda interpretazione, invece, tali premi o sconti non rileverebbero in alcun modo.

Invero una prima, intuitiva risposta, potrebbe ricavarsi dal dato letterale: l'art. 2473 c.c., al secondo comma, dispone che la partecipazione per la quale è esercitato il recesso deve essere rimborsata *“in proporzione del patrimonio sociale”*. E, prosegue il successivo periodo, *“esso è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso”*. Riferendo, quindi, quel *“esso”* al *“patrimonio sociale”*, parrebbe chiaro valutare la quota del socio - che ha esercitato il diritto di recesso in una società a responsabilità limitata - quale frazione del patrimonio, *more geometrico*, non considerando l'eventuale *“premio di maggioranza”* o *“sconto di minoranza”*.

Si potrebbe obiettare che, in tal modo, risulterebbe difficile giustificare una disparità di trattamento tra il socio della s.r.l. che *recede* ed il socio che *vende* la propria quota. Potrebbe infatti risultare arduo valutare in un'ottica *“di mercato”* la partecipazione di una s.r.l. non prendendo assolutamente in considerazione il *“peso”* di quella quota alla luce della composizione degli assetti proprietari, delle clausole statutarie e di talune poste di bilancio. Paradossalmente, la valutazione della quota *“tenendo conto del suo valore di mercato”* porterebbe a due distinte conclusioni a seconda che la valutazione stessa sia effettuata a seguito del recesso oppure nell'ambito di una negoziazione per la compravendita.

Onde (tentare di) trovare una risposta al problema, potrebbe essere utile richiamare la disciplina della valutazione della quota a seguito del recesso nelle società per azioni non

quotate, con le relative opzioni interpretative offerte dalla dottrina e dalla giurisprudenza¹¹.

3. Il premio di maggioranza e lo sconto di minoranza nelle s.p.a..

Le opzioni interpretative in tema di s.p.a. non quotate si possono suddividere, per semplicità, in due gruppi.

Parte della dottrina ritiene che nel caso di recesso del socio di una s.p.a. andrà valutata non la partecipazione del recedente, bensì l'intero capitale della società, dal quale andrà estratto - con una semplice operazione matematica - il valore di ogni singola azione, in modo rigidamente proporzionale¹². Secondo tale opzione, quindi: (i) nel valutare il valore delle azioni del socio receduto gli amministratori non dovranno tener conto dell'eventuale premio o sconto in forza dell'entità delle diverse partecipazioni; (ii) gli unici sconti o premi che possono, ed anzi devono, essere applicati, sono quelli che dipendono dalle caratteristiche dell'impresa oggetto di valutazione e che incidono sul valore dell'intera società, riflettendosi - in proporzione - sul valore della quota del recedente.

Altra parte della dottrina, che sembra prevalente (quantomeno per numero), ritiene, al contrario, che debba essere applicato il premio o lo sconto, ancorando il valore delle azioni del socio receduto al presumibile *valore di mercato* o comunque con esso comparabile

¹¹ Per quanto riguarda le società quotate il valore di liquidazione delle azioni è disciplinato dall'art. 2437ter, comma 3; il criterio utilizzato è esclusivamente quello della media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso.

¹² Di tale avviso *ex multis* cfr. PACIELLO, *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, 365 e ss.; TOFFOLETTO, *La valutazione di azioni e quote in caso di recesso: note a margine del contributo di Mauro Bini*, in *Soc.*, 2014, 26 e ss.; BINI, *Il valore di liquidazione delle azioni di società non quotate a fini di recesso*, in *Soc.*, 2014, 14 e ss..

e quindi al valore *reale* di tale bene¹³. Secondo tale corrente interpretativa “*occorre infatti attribuire al socio il valore effettivo della sua partecipazione, e non si vede perché egli dovrebbe ricevere più o meno di quanto riceverebbe dal mercato in caso di trasferimento*”¹⁴. In altri termini, occorre tener conto del *fair value* nella determinazione delle azioni oggetto di recesso¹⁵.

Seguendo tale ultima opzione ermeneutica, il valore della partecipazione del socio receduto è assimilabile al valore della partecipazione liberamente negoziabile nel mercato, così dipendendo dal *giuoco* della domanda e dell’offerta, il quale, a sua volta, dipende dalla somma di poteri e benefici che la quota, oggetto di trasferimento, consente di ottenere. Così, applicando il criterio del “valore di mercato”, una quota (del 10 o del 40 per cento del capitale sociale) *non* avrebbe il valore *proporzionale* del 10 o del 40 per cento in rapporto al valore dell’azienda, a causa degli effetti del giuoco della domanda e dell’offerta. Se in relazione ad una quota, qualunque sia la sua entità, prevalesse la *domanda*, il valore di quella quota sarebbe *superiore* a quello teorico *proporzionale*; se, al contrario, in relazione alla medesima quota prevalesse l’*offerta*, il valore di essa risulterebbe *inferiore*.

In tale ottica, si ritiene che nel giuoco del mercato, solo la quota che permette all’acquirente di assumere il *controllo* della società è, di fatto, quella che riveste l’interesse

¹³ In questo senso, *ex plurimis* cfr. FLEISHER-MAUGERI, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Soc.*, 2013, 78 e ss.

¹⁴ DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2007, III, 233. Un diverso Autore (VENTORUZZO, *Recesso e valore delle partecipazioni nelle società di capitali*, Milano, 2012, 62) parla di “*criteri di liquidazione non più penalizzanti ma, almeno da un certo punto di vista, ‘concorrenziali’ - o meglio fair – rispetto alla possibilità di venderle sul mercato*”.

¹⁵ DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 329. Anche se Alcuni (per es. GHINI, *Determinazione del valore delle azioni in caso di recesso*, in *La Settimana Fiscale* n. 45/2005, 32) ritengono che l’eventuale valore di mercato delle azioni rappresenta un elemento residuale nel valutare la partecipazione del socio receduto, che potrà essere utilizzato in situazioni molto particolari (per esempio, in caso di offerte di acquisto già ricevute), al di fuori delle quali potrebbe anche non essere oggettivamente rilevabile nel momento in cui gli amministratori procedono alla valutazione. Ciò in quanto nelle s.p.a. gli amministratori, tenuto conto del parere degli organi di controllo, dovrebbero valutare le azioni sulla base di due soli elementi: la consistenza patrimoniale e le prospettive reddituali.

economico maggiore, essendo quella che attrae il più elevato numero di soggetti interessati a rilevarla. Così, ove venga negoziata la compravendita di una quota, che da sola, o integrando altra partecipazione, consenta di conseguire una posizione di *controllo*, tale quota è assegnataria di un *premio*; viceversa, laddove la partecipazione non consenta, da sola o con altre, alcun controllo, essa è destinataria di uno *sconto*.

Al fine di definire il “controllo”, potrà essere richiamata la norma di cui all’art. 2359 c.c., secondo la quale il controllo è *di diritto* o *di fatto*. Il *primo* è descritto al n. 1 dell’articolo in commento: la società è assoggettata all’indirizzo impresso dal socio maggioritario, che “dispone” - direttamente o in via indiretta (tramite cioè altre società controllate, società fiduciarie o per interposta persona, in base al 2° co. dell’articolo in esame) - della maggioranza dei voti esercitabili nell’assemblea ordinaria. Il controllo *di fatto* è contemplato invece al n. 2, ed attiene all’ipotesi in cui il controllo sull’impresa è esercitato pur sempre tramite il potere di disposizione delle quote sociali (diretto od indiretto), ma con una percentuale diversa da quella maggioritaria in virtù di varie fattispecie (per es. scarsa partecipazione dei soci alle assemblee, condivisione di alcuni soci di minoranza sulle scelte gestionali etc.)¹⁶.

Va chiarito che *anche* una quota di minoranza può consentire il controllo di una società, così applicandosi per essa – eventualmente - il c.d. “premio di maggioranza”. Si pensi, ad esempio, ad una s.r.l. il cui capitale sia diviso fra *tre* soci, titolari rispettivamente del 40%, del 45% e del 15% del capitale sociale, laddove lo statuto prevede un *quorum* costitutivo e deliberativo del 51% del capitale. Da un lato è evidente che la partecipazione del 15% sia una partecipazione di (netta) *minoranza*; dall’altro lato, è parimenti evidente che il socio che detiene tale partecipazione avrebbe l’opportunità, cedendo la sua quota, di far diventare uno degli altri due soci *dominus* incontrastato della volontà sociale.

¹⁶ Si veda al riguardo CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, a cura di Campobasso, Torino, 2006, 289; GUIZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi di società*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali*, Milano, 2008, 345.

Pertanto, il c.d. “premio di maggioranza” potrà essere applicato non solo ad una quota “di controllo” (per esempio del 51% del capitale), ma anche ad una quota di misura inferiore, ma tale da far acquisire all’acquirente una quota di controllo (per esempio, come sopra visto, una partecipazione del 15% acquistata da parte di un socio, che è già detentore di una quota del 40%).

Pertanto, sarebbe meglio parlare *di controllo nella misura adeguata*: se per il controllo gestionale è sufficiente il 51% del capitale, e la quota offerta in cessione è dell’80%, il *plus* rispetto al 51% in genere *non* beneficia di un premio, a meno che serva assolutamente quell’80%, per esempio, per far approvare le modifiche statutarie, da deliberare in assemblea straordinaria e con *quorum* più elevati di quelli previsti per l’assemblea ordinaria. Al riguardo, quindi, si potranno verificare due casi: la proprietà risulta *concentrata* (e quindi la quota di maggioranza si attesta fra il 70 e il 100% del capitale sociale, corrispondente ad un potere di maggioranza esercitabile con *successo* sia nell’attività gestionale che in quella strategica relativa ad eventi straordinari¹⁷) oppure *non concentrata* (e quindi confinate nell’ambito di un trenta per cento del capitale, specie se frammentate fra più soci¹⁸).

In buona sostanza, sia il premio che lo sconto non sono connessi alla sola entità delle quote di partecipazione, dipendendo da vari fattori. Inoltre, in dipendenza di determinate situazioni il premio può essere maggiore o minore (e, quindi, registrare un incremento o subire una limitazione), così come lo sconto può, a sua volta, essere più o meno ampio.

¹⁷ Scissioni, fusioni, aumenti di capitale senza diritto di opzione etc.- In tali situazioni con quote di partecipazione vicine a quella totalitaria, la valutazione del relativo pacchetto è anch’essa livellata a quella dell’azienda, e per conseguenza il premio di maggioranza, anche se applicabile, subisce una limitazione, a meno che la quota non vada riferita ad una holding di partecipazioni, o ad una società al vertice di una catena piramidale, situazioni in cui si assiste ad un’accentuazione del premio di maggioranza.

¹⁸ Se le quote minoritarie risultano frammentate fra più soci, peraltro di estrazione diversa e scarsamente inclini ad aggregarsi in accordi parasociali, dette quote scontano una *deminutio* nel loro valore.

In particolare, andranno finanche considerate talune *clausole statutarie* - quali per esempio quelle riguardanti l'organo amministrativo¹⁹ e le deleghe assembleari²⁰, i *quorum* statutari e le soglie rilevanti²¹, i vincoli al trasferimento delle partecipazioni²², le cause di recesso²³, l'assegnazione non proporzionale di quote²⁴ - nonché alcune *poste di bilancio* (valutazione *assets non core* e disponibilità liquide²⁵, azioni proprie e della società controllante,

¹⁹ Essendo l'organo amministrativo espressione del socio di maggioranza, chi acquista la quota di controllo di questi è disposto a riconoscere un maggior premio nel prezzo della quota da acquisire (salvo il caso in cui nell'ambito del c.d.a. sono presenti rappresentanti della minoranza, in quanto statutariamente è previsto il voto di lista).

²⁰ Le deleghe affidate allo stesso CdA potenziano l'influenza del socio di maggioranza e, in tal caso, il premio di maggioranza sale. Argomentazione opposta va proposta nel caso di acquisizione di quota minoritaria, la cui valutazione deve subire un *minus* proprio in virtù della granitica compattezza del potere della maggioranza.

²¹ Per esempio se nello statuto i *quorum* deliberativi in prima e seconda convocazione delle assemblee ordinarie (esclusa la nomina delle cariche sociali) risultano statutariamente più elevati, ciò agevola l'esercizio del potere delle minoranze.

²² Se non vi sono vincoli al trasferimento delle partecipazioni, il valore della quota acquisisce un *plus*.

²³ Andrà valutato se il maturare di dette cause (facoltative) di recesso comporti entro un determinato arco di tempo un'uscita finanziaria dalla società ed un corrispondente decremento patrimoniale della stessa oppure no.

²⁴ Va verificata l'esistenza della clausola statutaria di assegnazione non proporzionale di quote, la quale può favorire chi ha come obiettivo l'acquisizione di posizioni di controllo, e può, invece, svantaggiare colui il quale si limita all'acquisto di una partecipazione non di controllo.

²⁵ Le disponibilità liquide possono avere una rilevanza ai fini del premio per colui il quale compra una quota che gli consente di esercitare il controllo societario, e, quindi, di disporre di dette liquidità aziendali, che potrebbero affrancarlo dal provvedere ad ulteriori investimenti nell'azienda, in quanto già disponibili le risorse per detti investimenti.

partecipazioni²⁶, *business unit* o rami di azienda²⁷, obbligazioni convertibili in azioni, riserve disponibili²⁸, finanziamenti effettuati dai soci²⁹ etc.).

Sulla scorta della opzione interpretativa che tiene conto dei premi (di maggioranza) e degli sconti (di minoranza) la giurisprudenza intervenuta in tema di determinazione del valore delle azioni del socio receduto ha statuito che la considerazione di tali premi o sconti sia un portato necessario del criterio indicato dalla legge di tenere conto del valore di mercato.³⁰

4.L'eventuale applicazione del “premio di maggioranza” o dello “sconto di minoranza” nelle s.r.l.

Per le s.r.l. il panorama giurisprudenziale e dottrinario appare, invece, meno frammentato (rispetto alle s.p.a.) ed orientato nel senso di *escludere* la valutazione di sconti o premi, sulla scorta del tenore *letterale* del comma 3 dell'art. 2743, secondo il quale il rimborso della partecipazione del socio deve avvenire “*in proporzione*” al patrimonio sociale³¹.

²⁶ Fra le quali vanno individuate quelle *non core* da dismettere, creando liquidità primaria.

²⁷ Nell'azienda della cui società viene acquistata la quota (di controllo) possono essere rilevate *business unit* o rami di azienda operativamente autonomi, che si può valutare di far conferire o di far scindere in una *newco*. allo scopo di far emergere il maggior valore di queste unità produttive. Se sussiste tale possibilità di *spin off* di tali unità, è indubbio che la quota di controllo della società, proprietaria delle stesse unità, è destinata a meritare un premio nella sua valutazione.

²⁸ La cui esistenza, specie se in misura rilevante rispetto alle altre poste patrimoniali, ha valenza di flessibilità per l'acquirente della quota (se di controllo), in quanto questi può porre in atto varie operazioni, una delle quali può essere quella di finanziamento da parte della società ai sensi dell'articolo 2358 c.c. per l'acquisto di azioni emesse dalla stessa società.

²⁹ Il socio che vende la quota potrebbe aver versato a titolo di finanziamento delle somme, delle quali è prevista la restituzione.

³⁰ Trib. Roma 5.3.2013, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, 343 e ss. (con nota critica di PACIELLO, *Recesso da s.p.a.*, cit.).

³¹ Così IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso*, cit., 458.

Tale conclusione si ricaverebbe, quindi, dal primo canone ermeneutico delle leggi, di cui all'art. 12, co. I, delle preleggi: *“nell'applicare la legge non si può ad essa attribuire altro senso che quello fatto palese dal significato proprio delle parole secondo la connessione di esse...”*. È questa la c.d. *interpretazione letterale (vox iuris)*, volta ad attribuire alla norma il significato che *si evince immediatamente* dalle parole utilizzate.

In particolare, un Autore evidenzia che *“l'oggetto della valutazione non è la quota, ma il patrimonio della società (...). Il legislatore ha evidentemente ritenuto che, nella presumibile assenza di alcun riferimento reale derivante da trasferimenti di partecipazioni precedenti, fosse più corretto in questo tipo sociale riferirsi direttamente al valore del patrimonio”*³².

In tale solco esegetico si inserisce la sentenza in commento, secondo la quale *“il riferimento normativo al rimborso della quota in proporzione del patrimonio sociale esclude di per sé la possibilità che possano venire in considerazione premi di maggioranza o sconti di minoranza”*³³.

Al riguardo potrebbero sorgere dei dubbi richiamando il secondo canone ermeneutico delle leggi, di cui all'art. 12, co. I, delle preleggi, ossia l'*“intenzione del legislatore”*. È questa la c.d. *interpretazione logica* che, superando il significato immediato della disposizione, mira a stabilire il suo *vero contenuto* ovvero lo *scopo* che il legislatore ha inteso realizzare, emanandola.

Invero, leggendo la Relazione illustrativa alla riforma del diritto societario, la quale con riferimento all'art. 2473 c.c. evidenzia come l'*obiettivo* di tale norma sia quello di assicurare che la valutazione della quota sia il più aderente possibile al suo *valore di mercato*. *“Se un valore di mercato della partecipazione – effettivo o teorico – sussiste, esso dovrebbe tenere conto della consistenza della stessa in relazione agli assetti proprietari, e quindi, ad esempio, di eventuali premi di controllo. Questa circostanza deporrebbe a favore della possibilità di tenere conto in applicazione del criterio legale di valutazione della quota, di premi e sconti di maggioranza o minoranza”*³⁴.

³² Cfr. TOFFOLETTO, *La valutazione di azioni e quote in caso di recesso*, cit.

³³ Cfr. Trib. Padova decreto n. 980/2014 del 23.5.2014.

³⁴ VENTORUZZO, *Recesso della società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova Giur. Civ. e Comm.*, 2005.

D'altronde “*la norma riformata ha così svincolato la determinazione del patrimonio sociale dal bilancio d'esercizio, introducendo il principio della determinazione della quota in base al suo valore di mercato*”³⁵.

Va comunque sottolineato che le interpretazioni letterale e logica, nonché quella sistematica e assiologica (di cui al predetto art. 12 delle preleggi) non sono fasi distinte cronologicamente e logicamente; esse sono profili e criteri di un processo conoscitivo *unitario*. Come ha evidenziato un illustre Autore, l'interprete non si può limitare a prendere atto della formula legislativa, ma deve indagare la *ratio iuris*: l'interpretazione è pertanto per definizione logico-sistematica e teleologica-assiologica; le norme vanno tra di loro coordinate (nonché armonizzate con i principi fondamentali di rilevanza costituzionale)³⁶.

In questa ottica, quindi, il dato letterale della norma che stabilisce i criteri di liquidazione della quota va coordinato con la *ratio* dell'istituto del recesso del socio di una s.r.l.- La possibilità di recedere, infatti, si ha soltanto in ipotesi eccezionali, previste espressamente dalla legge (art. 2473, co. I, c.c.), salva l'autonomia statutaria. Come noto il recesso rappresenta un contrappeso al potere della maggioranza a tutela della posizione del singolo socio e contempera la non facile negoziabilità delle partecipazioni in società chiuse, quale si connota la s.r.l., neutralizzando il rischio che il socio di minoranza rimanga prigioniero della società di fronte ad atti o fatti potenzialmente pregiudizievoli per il suo investimento ovvero modificativi dei caratteri essenziali dell'assetto statutario e/o organizzativo³⁷.

V'è, quindi, una *differenza* tra la libera negoziabilità della quota, per la quale possono venire in giuoco il premio di maggioranza o lo sconto di minoranza, e la valutazione della quota in caso di recesso. E ciò porta a concludere che il “*valore di mercato*” (terzo comma, secondo periodo) *non* si riferisca alla quota, bensì al “*patrimonio sociale*” (terzo comma, primo periodo); sicchè, nel valutare la quota, si dovrà ricavare, *more geometrico*, il valore

³⁵ MARCELLO, *La valutazione della quota del socio recedente*, cit., 3638.

³⁶ PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, Napoli, 2006, 480 e ss.

³⁷ Sul punto cfr. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, cit., 189; CAGNASSO, *Le società a responsabilità limitata*, in Trattato Cottino, Padova, 2007, 237.

dalla stessa mediante un semplice calcolo matematico, suddividendo il valore del patrimonio sociale per la percentuale della quota detenuta dal socio che ha esercitato il recesso.