

# LA RIVISTA DELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE

Mensile di approfondimento dedicato alla gestione straordinaria di imprese e società

**cinque 2014**  
MENSILE

## Da leggere

**“Premi di maggioranza” e “sconti di minoranza” in sede di liquidazione delle azioni del socio recedente**

**Società costituite all'estero e ivi aventi la sede legale, con la sede dell'amministrazione tuttavia radicata in Italia**

**L'acconto Iva nelle operazioni straordinarie**

**La relazione di stima ai fini di un conferimento**



## “Premi di maggioranza” e “sconti di minoranza” in sede di liquidazione delle azioni del socio recedente

di Guido Bevilacqua – notaio, membro della Commissione Società del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, co-responsabile del Centro Ricerche dell’associazione di cultura giuridica Insignum

*Il presente contributo si propone di affrontare la questione, controversa in dottrina, relativa alla possibilità che, con riferimento al recesso del socio di Spa, lo statuto preveda il calcolo di “premi di maggioranza” e “sconti di minoranza”, al fine di determinare il valore di liquidazione delle azioni appartenenti al socio recedente.*

*In particolare, stante l’assenza di interventi giurisprudenziali rilevanti sul punto, verranno esposte le argomentazioni svolte a riguardo dalla migliore dottrina, al precipuo scopo di suggerire al lettore, senza pretese di esaustività, una chiave di lettura che risulti coerente con la normativa vigente in sedes materiae.*

### I criteri di determinazione del valore delle azioni ex art.2437-ter cod.civ.

Il tema che ci occupa richiede la formulazione di alcune brevi considerazioni in ordine ai criteri di liquidazione delle azioni del socio recedente previsti a norma dell’art.2437-ter cod.civ..

Come noto, il secondo comma di tale disposizione prevede che *“il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell’eventuale valore di mercato delle azioni”*.

Invece, con riferimento alle società quotate, il successivo terzo comma statuisce il principio per cui *“il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo esclusivo riferimento alla 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”*.

Ai fini che qui rilevano, non di poco momento è pure il disposto di cui al quarto comma del succitato articolo, in forza del quale *“lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell’attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione”*.

Le norme appena enunciate costituiscono il necessario completamento di quella<sup>1</sup>, avente carattere generale, che prevede la possibilità per il socio di Spa di recedere dalla società in determinate ipotesi tassativamente indicate dal Legislatore.

L’astratta previsione di cause di recesso non è infatti di per sé idonea a garantire l’utilizzabilità, da parte dei soci, della facoltà di *exit* loro riservata ai sensi di legge o di statuto. Occorre, invero, che al socio receduto venga corrisposto un valore di liquidazione non inferiore al valore reale delle azioni per cui è stato esercitato il diritto di recesso; in caso contrario, il socio non troverebbe vantaggioso sciogliere il rapporto sociale, e la relativa disciplina resterebbe di fatto inapplicata.

Logica conseguenza di quanto appena assunto è la circostanza che i valori di riferimento indicati

<sup>1</sup> Cfr. articolo 2437 cod.civ., a norma del quale “[I]. Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti: a) la modifica della clausola dell’oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell’attività della società; b) la trasformazione della società; c) il trasferimento della sede sociale all’estero; d) la revoca dello stato di liquidazione; e) l’eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto; f) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell’azione in caso di recesso; g) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione. [II]. Salvo che lo statuto disponga diversamente, hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso all’approvazione delle deliberazioni riguardanti: a) la proroga del termine; b) l’introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari. [III]. Se la società è costituita a tempo indeterminato e le azioni non sono quotate in un mercato regolamentato il socio può recedere con il preavviso di almeno centottanta giorni; lo statuto può prevedere un termine maggiore, non superiore ad un anno. [IV]. Lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere ulteriori cause di recesso. [V]. Restano salve le disposizioni dettate in tema di recesso per le società soggette ad attività di direzione e coordinamento. [VI]. È nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l’esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi previste dal primo comma del presente articolo”.

dall'art.2437-ter cod.civ. non possono essere utilizzati dagli amministratori in modo arbitrario, essendo funzionali alla determinazione di un valore veritiero, *“ossia determinato in ragione di un procedimento razionale ed economicamente corretto, trattandosi di discrezionalità “tecnica” necessaria per calcolare il “fair value” della partecipazione. Tale obiettivo deve essere perseguito, ove possibile, anche in applicazione dei criteri statutari eventualmente introdotti in deroga a quelli legali, fermo restando che, in questo caso, la discrezionalità degli amministratori sarà circoscritta entro i (diversi) confini fissati dal contratto sociale”*<sup>2</sup>.

Ciò precisato, è ora opportuno soffermarsi sul primo elemento valutativo indicato dall'art.2437-ter, co.2 cod.civ., rappresentato dalla *“consistenza patrimoniale”* della società.

Trattasi, in estrema sintesi, di previsione che, discostandosi dal sistema previgente, opera richiamo ai metodi di valutazione patrimoniali, che possono comportare una modifica dei dati contabili da cui la stima prende le mosse.

In particolare, è stato osservato che, per quanto attiene la consistenza patrimoniale, *“occorrerà procedere alla rivalutazione a valori correnti delle singole attività e passività che compongono l'azienda sociale risultanti dal bilancio ovvero, qualora il bilancio d'esercizio non risulti aggiornato, da un bilancio straordinario”*<sup>3</sup>.

Si dovrà altresì considerare la capacità reddituale dell'impresa, la quale *“non potrà prescindere da una valutazione dell'avviamento e, cioè, dell'attitudine dell'azienda a consentire la realizzazione di un profitto”*<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Così testualmente M. Ventoruzzo, *“Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali”* in Collana della Rivista delle società, Giuffrè, Milano, 2012, pag.71. È stato peraltro precisato (G. Marasà, sub artt.2437, 2437-bis, 2437-ter, 2437-quater, 2437-quinques, in Commentario Romano al nuovo diritto delle società, diretto da F. D'Alessandro, Ed. Piccin, Il, Padova, 2011, pag.796) che *“la scelta delle diverse tecniche che possono essere seguite per applicare le regole legali della consistenza patrimoniale e delle prospettive reddituali nonché il peso da dare a ciascuno dei tre criteri legali, ai fini della determinazione del valore, sono affidate alla discrezionalità degli amministratori. Per quanto ampia si tratta pur sempre – come è stato sottolineato – di discrezionalità tecnica, in quanto sia la scelta del metodo da utilizzare per applicare i criteri di legge sia la ponderazione dei diversi criteri devono avvenire in funzione del raggiungimento del risultato che la norma si prefigge, cioè la determinazione del valore reale delle azioni [...]”*.

<sup>3</sup> In questi termini A. Daccò, *“Il recesso nelle Spa”*, in Le nuove Spa, a cura di O. Cagnasso-L. Panzani, Zanichelli, Bologna, 2010, pag.1441, che cita l'opinione di V. Calandra Buonauro, *“Il recesso del socio di società di capitali”*, in Giur. comm., 2005, I, pag.314, secondo cui si renderebbe necessaria una situazione patrimoniale aggiornata alla quale devono essere apportate le rettifiche necessarie a far emergere eventuali plusvalenze latenti.

<sup>4</sup> A. Daccò, *Il recesso nelle Spa* (3), pag.1442. Per una disamina appro-

Quella che sembra trasparire dalle maglie del tessuto normativo, invero, è l'adozione di un metodo di valutazione misto patrimoniale-reddituale, basato sia sulla stima del valore effettivo dei singoli elementi dell'attivo e passivo, sia sulla capacità dell'azienda di produrre utili<sup>5</sup>.

Infine, sarà necessario prendere in considerazione anche l'eventuale valore di mercato delle azioni.

Come noto, i metodi patrimoniale e reddituale sono definiti *“indiretti”*, in quanto determinano il valore dell'azienda in base a calcoli rispondenti a *“requisiti di razionalità, obiettività e neutralità”*<sup>6</sup>.

Il criterio di liquidazione fondato sull' *“eventuale valore di mercato”*, invece, è annoverabile tra i c.d. *“metodi diretti”*, poiché si fonda sul *“presupposto che i prezzi espressi dal mercato, per quote di capitale della stessa azienda o di aziende similari, rappresentano una corretta stima del capitale aziendale”*<sup>7</sup>.

A tal riguardo, è opportuno domandarsi se un'unica operazione di cessione, precedente al recesso del socio, possa determinare un valore di mercato delle azioni.

In merito, giova rilevare l'esistenza di due opposte impostazioni teoriche.

Da un lato, infatti, si pone chi sostiene l'assunto per cui solo un consistente volume di scambi potrebbe contribuire a formare un valore di mercato delle azioni.

Secondo tale tesi, *“il ricorso al valore di mercato, cioè al corrispettivo che potrebbe emergere da un'ipotetica contrattazione, desta maggiori perplessità in quanto sarà adottabile solo per società con una certa circolazione del capitale: si tratta pertanto di un indice eventuale e residuale, non sempre di facile individuazione”*<sup>8</sup>.

Dall'altro, invece, è stato replicato che, *“a rigore, anche un unico prezzo di mercato, formato a fronte di una singola transazione, consente di individuare un “valore” che l'incontro della domanda e dell'offerta*

fondita delle tecniche utilizzabili al fine di stimare il valore dell'azienda in base alle prospettive reddituali v. M. Ventoruzzo, *“Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali”*, (2), pag.78 ss..

<sup>5</sup> In questi termini si esprime sempre A. Daccò, *“Il recesso nelle Spa”*, (3), pag.1442.

<sup>6</sup> L'espressione è di F.G. Grandis, *“I metodi misti nella valutazione delle aziende. Un'analisi comparativa”*, Giappichelli, Torino, 1993, pag.13, a cui opera richiamo M. Ventoruzzo, *“Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali”*, (2), pag.86.

<sup>7</sup> F.G. Grandis, *“I metodi misti nella valutazione delle aziende. Un'analisi comparativa”*, (6), pag.12.

<sup>8</sup> Così M. Callegari, sub art.2437-ter, in *“Il nuovo diritto societario”*, a cura di G. Cottino-G. Bonfante-O. Cagnasso-P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004, pag.1424.

*attribuisce alle azioni della società in questione, valore del quale è possibile tenere conto*<sup>9</sup>.

Secondo tale prospettiva, peraltro, è necessario che gli amministratori interpretino i prezzi convenuti nelle precedenti compravendite di azioni in ragione delle specifiche modalità in base alle quali gli stessi sono stati pattuiti.

Pertanto, non pare corretto tenere conto di corrispettivi ingiustificatamente elevati o di prezzi vili concordati dalle parti per ragioni di carattere fiscale; sul punto, infatti, non ci si può esimere dall'osservare che anche il criterio basato sull'"eventuale valore di mercato" è comunque diretto ad individuare il "fair value" del capitale aziendale.

Quanto ai criteri convenzionali di liquidazione delle azioni, di cui all'art.2437-ter, co. 4 cod.civ., si rimanda alle considerazioni che verranno svolte nel prosieguo.

## **Premi di maggioranza e sconti di minoranza: l'impossibilità di affermarne la legittimità sulla base del "valore di mercato delle azioni"**

Come è stato correttamente rilevato, il valore della partecipazione in una società azionaria *"non può essere calcolato semplicemente moltiplicando quello della singola azione per il numero di titoli che compone il pacchetto azionario detenuto, così come per passare dal valore del patrimonio sociale a quello delle singole partecipazioni non è sufficiente dividere il primo per la percentuale di capitale che ognuna di esse rappresenta"*<sup>10</sup>.

In particolare, è necessario chiedersi se, per calcolare il valore di liquidazione delle azioni, sia necessario tenere conto dei c.d. "premi di maggioranza", da attribuirsi nel caso in cui la partecipazione azionaria del socio receduto garantisca una posizione di controllo in seno alla società, e dei c.d. "sconti di minoranza", da computarsi nell'opposta ipotesi in cui la suddetta partecipazione sia ininfluente ai fini del controllo societario.

<sup>9</sup> In questi termini M. Ventrone, *"Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali"*, (2), pag.88. L'Autore, a sostegno della propria tesi, osserva che: a) ove si ritenga che un'unica cessione non sia idonea a determinare un prezzo di mercato delle azioni, si registrerebbe la difficoltà *"di discriminare con sicurezza tra situazioni nelle quali esiste un "mercato" delle azioni, al quale dare rilievo ai fini del recesso, e casi nei quali non si è in presenza di un sufficiente volume di attività"*; b) il Legislatore ha previsto il criterio in esame con riguardo alle società non quotate, in relazione alle quali difficilmente sussiste un attivo mercato di riferimento: *"parrebbe dunque singolare avallare un'interpretazione che, escludendo a priori la rilevanza dei prezzi che si formano a fronte di isolate compravendite di azioni, limiti grandemente l'applicazione di uno dei criteri previsti dal Legislatore"*.

<sup>10</sup> M. Ventrone, *"Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali"*, (2), pagg.114 e 115.

A tale interrogativo parte della dottrina fornisce risposta positiva, motivando sostanzialmente la propria posizione sulla scorta del riferimento normativo al "valore di mercato" delle azioni.

Il criterio *de quo*, infatti, rileverebbe *"non solo e non tanto perché esso propone di tener conto del prezzo fissato in occasione di precedenti atti di circolazione di azioni della stessa società, quanto perché esso consente di ritenere legittimi (e, forse, in taluni casi, impone) "premi" o "sconti" motivati dalla consistenza del pacchetto. 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"*<sup>11</sup>.

Ai fautori di tale impostazione, tuttavia, è stato giustamente obiettato che il criterio in parola *"serve da supporto o verifica esterna (dedotta cioè vuoi da pregresse contrattazioni sulle azioni di quella società, vuoi dal confronto con società comparabili) del valore "equo" della società quale determinato dagli amministratori attraverso il metodo reddituale e/o quello patrimoniale: con la conseguenza che una eventuale divaricazione tra i risultati cui conducono tali metodi e la stima espressa dal mercato potrà giustificare una rettifica del valore attribuito all'intera società (e quindi del valore unitario di ogni singola azione), non invece una discriminazione tra le aspettative di liquidazione dei diversi soci"*<sup>12</sup>.

D'altronde, non sembra meritevole di accoglimento la tesi che dipinge il recesso come uno strumento volto a instaurare un mercato "interno" delle partecipazioni sociali, dovendosi altresì escludere che lo scopo del diritto in parola *"risieda nella determinazione del prezzo ricavabile dall'azionista in una ipotetica alienazione a terzi e che siano legittimamente praticabili dalla società le medesime rettifiche in aumento o in diminuzione che sarebbero scaturite all'esito di trattative negoziali tra parti indipendenti"*<sup>13</sup>.

Quel che rileva, invece, è la circostanza per cui i criteri di valutazione previsti dall'art.2437-ter cod.civ., nessuno escluso, sono diretti a soddisfare l'esigenza *"di imputare al socio la porzione di sua pertinenza della ricchezza generata dall'operazione societaria"*

<sup>11</sup> Così testualmente V. Di Cataldo, *"Il recesso del socio di società per azioni"*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, III, Utet, Torino, 2007, pag.235. Nel medesimo senso cfr. M. Callegari, *sub art.2437-ter*, (8), pag.1424 ss..

<sup>12</sup> M. Maugeri-H. Fleischer, *"Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano"*, in *Riv. soc.*, I, 2013, pag.100, nota 92.

<sup>13</sup> M. Maugeri-H. Fleischer, *"Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano"*, (12), pag.100.

sino al momento del recesso”<sup>14</sup>, esigenza che non viene in alcun modo condizionata da precedenti cessioni in cui fossero state concordate maggiorazioni o diminuzioni del prezzo di acquisto dipendenti dalla consistenza del pacchetto azionario ceduto.

A riprova di un tanto è la circostanza che, nel caso in cui il recesso del socio fosse successivo ad una cessione della partecipazione azionaria di controllo, gli amministratori, per calcolare correttamente “il valore di mercato” delle azioni, dovrebbero decurtare dal prezzo a suo tempo corrisposto il valore dell’eventuale “premio di maggioranza” pattuito tra le parti<sup>15</sup>, trattandosi di elemento inconferente per la determinazione del valore reale del capitale aziendale.

Per tali ragioni, la legittimità dei “premi di maggioranza” e degli “sconti di minoranza” in sede di liquidazione delle azioni non può essere rinvenuta nel riferimento normativo all’“eventuale valore di mercato” delle stesse, ma, ove possibile, dovrà essere dimostrata per altra via.

## L’illegittimità dei “premi di maggioranza” e degli “sconti di minoranza” in sede di liquidazione delle azioni del socio recedente

Pare ora opportuno prendere in esame gli argomenti contrari all’applicabilità, in sede di recesso, dei “premi di maggioranza” e degli “sconti di minoranza”, al fine di verificarne la correttezza ed, eventualmente, la confutabilità.

In particolare, è stato osservato come “la norma che impone agli amministratori di rendere nota ai soci la determinazione del valore unitario delle azioni almeno quindici giorni prima della data fissata per l’assemblea chiamata ad assumere la deliberazione fonte del recesso deponga contro la possibilità di applicare sconti o premi; mentre la necessità che le azioni dei soci recedenti siano offerte in prelazione agli altri soci e poi ai terzi, comportando una scomposizione del pacchetto azionario, osterebbe alla applicazione di eventuali premi di maggioranza”<sup>16</sup>.

<sup>14</sup> Così ancora M. Maugeri-H.Fleischer, “Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano”, (12), pag.100.

<sup>15</sup> In tal senso cfr. M. Ventoruzzo, “Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali”, (2), pag.118, nota 241.

<sup>16</sup> M. Maugeri-H. Fleischer, “Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano”, (12), pagg.98 e 99, che richiamano in tono critico le considerazioni di M. Ventoruzzo, “Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali”, (2), pag.119, secondo cui “l’argomento decisivo a favore della soluzione che nega il rilievo di premi e sconti nella liquidazione delle azioni del socio recedente si deve, tuttavia, ravvisare nel procedimento di liquidazione delle azioni previsto dall’art.2437-quater cod.civ. A tutela della consistenza del capitale sociale e dei creditori – dunque di interessi inderogabilmente protetti –, infatti, come si è già accennato e

Il primo argomento contrario è quindi quello dell’incompatibilità tra la formulazione di premi e sconti, da un lato, e la necessità di determinare in anticipo il valore dell’azione (regola imposta per le Spa dall’art.2437-ter, co.4, cod.civ.), dall’altro.

La circostanza per cui:

- a) non è evidentemente possibile conoscere a priori quali saranno i soci assenti o dissenzienti, e quindi i titolari del diritto di recesso, né chi tra di essi si avvarrà del diritto di exit, né in che modo il recesso si esplicherà, se mediante acquisto delle azioni del socio receduto da parte di uno o più altri soci, o altrimenti;
- b) nel caso di acquisto delle azioni da parte di uno o più degli altri soci, si riscontra l’impossibilità di predeterminare in che proporzioni questo avverrà, e con quali effetti in punto di formazione di diverse maggioranze,

porta a negare la possibilità di riconoscere premi di maggioranza o sconti di minoranza in *sedes materiae*.

È stato recentemente rilevato, tuttavia, che “si tratta di argomenti piuttosto formali i quali non dimostrano ancora l’inammissibilità concettuale o l’impossibilità pratica di sconti o premi perché gli amministratori, dopo aver individuato il valore unitario dell’azione, potrebbero contestualmente “rettificarlo” in diminuzione (per tener conto di eventuali sconti di minoranza o di liquidità) oppure in aumento (per tener conto dell’ipotesi in cui l’acquisto delle azioni del socio recedente comporti il superamento di soglie rilevanti per l’esercizio di diritti sociali amministrativi) applicando un coefficiente che tenga conto del numero di azioni oggetto di potenziale recesso (o, specularmente, di potenziale acquisto da parte dei soci non recedenti), con l’obiettivo di determinare il valore “finale” di liquidazione da render noto ai soci ai sensi dell’art.2437-ter, co.5 cod.civ.”<sup>17</sup>.

E tuttavia, a parere di chi scrive, anche altre e stringenti ragioni inducono a rafforzare la convinzione che nelle società azionarie la previsione di sconti e premi in sede di liquidazione delle azioni al socio re-

come si tornerà a discutere nel prosieguo, la legge articola un procedimento “a scalare” volto a favorire la cessione delle azioni del recedente ai soci restanti o a terzi, e solo in subordine e in quanto tali tentativi non siano andati a buon fine, l’acquisto da parte della società o la riduzione del capitale sociale. Il riconoscimento di premi e sconti, che potrebbe indurre a praticare prezzi diversi per le partecipazioni dei singoli recedenti, è evidentemente incompatibile con tali modalità di liquidazione delle azioni, o comunque le ostacolerebbe in modo significativo, e deve quindi ritenersi – sotto questo profilo – contrario al “sistema” del recesso”.

<sup>17</sup> Così testualmente sempre M. Maugeri-H.Fleischer, “Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano”, (12), pag.99.

ceduto non sia consentita.

Nelle Spa, a differenza che nelle Srl, è espressamente consentito il recesso parziale. A mente dell'art.2437, co.1 cod.civ., infatti, i soci hanno diritto di recedere "per tutte o parte delle loro azioni".

È questo un ulteriore elemento che rende nella pratica assai complesso "costruire" una formula diretta da un lato ad individuare il valore di liquidazione della singola azione, dall'altro a consentire l'applicazione di un coefficiente che comporti l'applicazione di un "premio di maggioranza" o di uno "sconto di minoranza" in relazione alla consistenza della partecipazione azionaria del socio recedente.

Infatti, come è già stato osservato, il procedimento di liquidazione delineato dall'art.2437-*quater* cod.civ. impone, *in primis*, che le azioni del socio recedente siano offerte in opzione agli altri soci (in proporzione al numero delle azioni da essi possedute) e, nel caso in cui quest'ultimi non le acquistino in tutto o in parte, che le stesse possano essere collocate presso soggetti terzi.

Alla luce delle peculiari regole dettate dal legislatore in *subiecta materia*, la possibilità che il diritto di *exit* venga esercitato solo per parte delle azioni e la successiva "frammentazione" del pacchetto azionario appartenente al socio recedente rendono, se possibile, ancora più difficile l'individuazione di un coefficiente che legittimi il computo dei suddetti premi e sconti in sede di recesso.

Peraltro, secondo la citata dottrina, decisiva, al fine di negare la legittimità di premi e sconti in sede di liquidazione delle azioni del socio receduto, sarebbe la circostanza per cui il procedimento di valutazione delineato dalla legge deve rendere "economicamente indifferente per l'azionista la scelta tra il disinvestimento e la permanenza in società, e quindi escludere ogni rettifica in aumento o in diminuzione del valore "effettivo" di rimborso determinato dagli amministratori ai sensi dell'art.2437-*ter* cod.civ.: cioè, proprio al fine di assicurare piena "neutralità" alla decisione del dissenziente e di evitare che egli sia incentivato o disincentivato a recedere principalmente, se non unicamente, in ragione dell'esistenza di premi o sconti"<sup>18</sup>.

La previsione di "sconti di minoranza", a ben vedere, impingerebbe nel divieto di cui all'art.2437, ult. co., cod.civ., e nella sanzione di nullità ivi inflitta ad ogni patto che sia volto a impedire o comprimere il diritto

<sup>18</sup> M. Maugeri-H.Fleischer, "Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano", (12), pag.100.

di uscita del socio in presenza di una fattispecie inderogabile di recesso; l'applicazione di uno sconto al valore di liquidazione, penalizzando il socio, finirebbe infatti con lo sviluppare un effetto chiaramente dissuasivo dell'esercizio del recesso<sup>19</sup>.

Le considerazioni appena illustrate, pur condivisibili negli esiti a cui approdano, meritano tuttavia di essere precisate.

Ai fini della presente indagine, infatti, non pare rilevare la circostanza che il socio possa recedere basando la propria scelta sulla previsione di un "premio di maggioranza" per la liquidazione della partecipazione di controllo; se infatti la consistenza del pacchetto azionario appartenente al recedente fosse un elemento idoneo a determinare il valore effettivo delle azioni per cui viene esercitato il recesso, il premio di maggioranza dovrebbe ritenersi legittimo, e ciò a prescindere dai motivi che hanno spinto il socio a sciogliere il rapporto sociale.

Ciò che rileva, invece, è il principio per cui il procedimento di liquidazione delle azioni del socio recedente, quale delineato dalla normativa vigente *in sedes materiae*, non è diretto alla determinazione di un valore equivalente al prezzo ricavabile dall'azionista in un'ipotetica alienazione a terzi, bensì è finalizzato a garantire al socio la porzione di sua spettanza sulla ricchezza generata dall'operazione societaria sino al momento del recesso.

A sommo avviso di chi scrive, l'impossibilità di applicare "premi di maggioranza" o "sconti di minoranza" alla quota di liquidazione spettante al socio recedente non deve tanto rinvenirsi nel rischio che quest'ultimo possa essere incentivato o dissuasivo ad uscire dalla società, in tal modo venendo meno la neutralità della relativa scelta, ma deve ravvisarsi nell'incompatibilità tra la *ratio* sottesa all'art.2437-*ter* cod.civ. e le ragioni che giustificano la previsione di premi e sconti in sede di negoziazione del prezzo di cessione delle azioni<sup>20</sup>.

## Premi di maggioranza e sconti di minoranza in relazione alle cause derogabili e convenzionali di recesso

Né, d'altronde, sembra possibile prevedere, ai sensi dell'art. 2437 *ter*, co. 4, cod.civ., criteri statuari di

<sup>19</sup> In tal senso, cfr. ancora M. Maugeri-H. Fleischer, "Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano", (12), pagg.100 e 101.

<sup>20</sup> È appena il caso di osservare che, con riferimento alle società quotate, la previsione di "premi di maggioranza" e "sconti di minoranza" mal si concilierebbe con il procedimento di liquidazione delle azioni dettato dall'art.2437-*ter*, co.3 cod.civ..

liquidazione che, con riferimento alle cause derogabili o convenzionali di recesso, dispongano l'applicazione di "premi di maggioranza" e "sconti di minoranza".

Sul punto, non si ignora la tesi, sostenuta anche dalla dottrina notarile, secondo cui *"tutte le volte che sia lo statuto a consentire l'abbandono della società in ipotesi che altrimenti non lo permetterebbero non vi è luogo a discussioni sull'equità del prezzo di uscita. Proprio in quanto lo statuto potrebbe non dare alcuna ulteriore possibilità di recesso, esso potrebbe invece accordare una simile possibilità ancorché a condizioni ben diverse da quelle che si devono osservare nei casi previsti dalla legge: su ciò regna sovrana l'autonomia statutaria, poiché l'effetto di un prezzo di uscita non equo comporta semplicemente l'improbabilità dell'esercizio di un diritto (di recesso) che per legge nel frangente non sussiste"*<sup>21</sup>.

Sulla base di tale considerazione, è stato sostenuto che, con riguardo alle figure legali di recesso derogabili dall'autonomia privata e, a maggior ragione, alle ipotesi di recesso introdotte *ex novo* dallo statuto, la previsione di sconti di minoranza soddisferebbe l'obiettivo di imporre al socio intenzionato a recedere una sorta di prezzo a fronte della accresciuta mobilità dell'investimento, in tal modo perseguendo anche un bilanciamento tra l'aspettativa del socio al rimborso della partecipazione e quella della società alla propria stabilità finanziaria.

Secondo l'impostazione in esame, quindi, deve affermarsi *"l'ammissibilità di clausole statutarie le quali, dando concretezza alla prospettiva dello "scambio", commisurino il valore di rimborso delle azioni al prezzo che il socio recedente sarebbe in condizione di ottenere in una ipotetica negoziazione tra parti indipendenti e possano, pertanto, dare luogo ad uno scostamento rispetto al valore cui si verrebbe in applicazione dei criteri legali di valutazione: ciò che induce a ritenere legittime previsioni negoziali che impongano uno sconto di minoranza o di fungibilità per tener conto dello scarso peso amministrativo o della mancanza di liquidità della partecipazione o che, al contrario, riconoscano un premio di maggioranza qualora, in esito al procedimento di liquidazione, taluno si trovi a superare soglie idonee a garantire il controllo della società"*<sup>22</sup>.

<sup>21</sup> Consiglio notarile di Milano, Massima n.74.

<sup>22</sup> Così testualmente M. Maugeri-H. Fleischer, *"Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano"*, (12), pagg.105 e 106, con la precisazione che *"dovranno reputarsi illegittime clausole le quali, ai fini della deter-*

Tali osservazioni, tuttavia, non persuadono pienamente ove si consideri che la deroga ai criteri legali di liquidazione delle azioni e l'introduzione di differenti criteri statutari deve comunque, a parere di chi scrive, essere diretta a consentire una migliore acquisizione del valore reale<sup>23</sup>.

Infatti, non sarebbe giustificabile una liquidazione delle azioni che porti ad un risultato diverso rispetto al valore effettivo delle stesse.

Pertanto, vero è che, con riferimento alle cause derogabili/convenzionali di recesso, lo statuto può introdurre criteri diversi rispetto a quelli di cui all'art.2437-ter, co.2 cod.civ., che comportino un valore di liquidazione delle azioni inferiore all'importo che sarebbe derivato dall'applicazione dei criteri legali; tale evenienza, tuttavia, sarà possibile solo nell'ipotesi in cui i criteri statutari permettano di addivenire al valore effettivo delle azioni.

A tal riguardo, si è già significato che, per le ragioni sopra addotte, i "premi di maggioranza" e gli "sconti di minoranza" non sono idonei a rivelare il valore reale del capitale aziendale, *ergo* essendo irrilevanti rispetto all'esigenza, soddisfatta dai criteri valutativi di cui all'art.2437-ter cod.civ., di imputare al socio la porzione di sua pertinenza della ricchezza generata dall'operazione societaria sino al momento del recesso.

*Rebus sic stantibus*, la previsione statutaria dell'applicazione, nelle fattispecie derogabili/convenzionali di recesso, delle suddette maggiorazioni/diminuzioni comporterebbe il raggiungimento di un valore di liquidazione delle azioni difforme da quello reale, con conseguente frustrazione della *ratio* sottesa all'art.2437-ter cod.civ..

Va tuttavia significato che, aderendo all'orientamento autorevolmente sostenuto dal Notariato milanese, nelle ipotesi *de quibus* risulterebbe possibile liquidare il socio ad un prezzo *non equo*; per tale via, quindi, i patti sociali potrebbero legittimamente prevedere il computo dei suddetti premi e sconti,

*minazione del valore di liquidazione delle azioni, utilizzino parametri del tutto svincolati dall'andamento economico e dalla consistenza patrimoniale della società: come è a dirsi, in particolare modo, dell'ipotesi in cui lo statuto faccia riferimento esclusivo (senza meccanismi rettificativi di sorta) al valore nominale delle azioni, ossia ad una grandezza per sua natura fissa perché provvista di rilevanza unicamente « organizzativa », quindi tipicamente inadeguata ad approssimare in modo attendibile il valore effettivo della partecipazione sociale".*

<sup>23</sup> In questi termini cfr. V. Di Cataldo, *"Il recesso del socio di società per azioni"*, (11), pag.237, e A. Daccò, *Il recesso nelle Spa*, (3), pag.1446. Contra Calandra Buonauro, *"Il recesso del socio di società di capitali"*, (3), secondo cui sarebbe possibile fissare criteri peggiorativi solo per le cause di recesso non inderogabili.

## DIRITTO E SOCIETÀ

non essendo necessario che, con riguardo alle cause convenzionali/derogabili di recesso, il socio uscente riceva un valore corrispondente alla porzione di sua pertinenza della ricchezza generata dall'operazione societaria sino al momento del recesso.

In conclusione, non essendo possibile addivenire, allo stato attuale, ad una soluzione certa ed incontrovertibile sul punto, deve ritenersi quanto meno dubbia l'applicabilità, in sede di liquidazione delle azioni del socio recedente, di "premi di maggioran-

za" e di "sconti di minoranza" legati alla consistenza della partecipazione azionaria per cui viene esercitato il diritto di recesso, in quanto tali maggiorazioni/diminuzioni non consentono, per i motivi sopra esposti, una corretta valutazione del capitale aziendale, in tal modo configgendo con il "sistema" del recesso delineato dal codice civile.



## MASTER BREVE



*L'unico Master InterAttivo*

*Ottimizza l'apprendimento in aula con il nuovo sistema elettronico*

**QUOTA ADVANCE BOOKING € 690,00 + IVA** anziché € 920,00 + IVA

**7 GIORNATE INTERE**

*valida fino al 05 agosto 2014*



PLATINUM  
€ 620,00 + IVA



GOLD  
€ 635,00 + IVA



BLU  
€ 655,00 + IVA

**ACCEDI AL SITO**