

**LA VALUTAZIONE
DELLA
PARTECIPAZIONE
DEL SOCIO
RECEDENTE**

Documento del 30 aprile 2015



ABSTRACT

Come noto, la riforma del diritto societario, attuata dal D. Lgs. n. 6/2003, ha introdotto specifici criteri di determinazione del valore della partecipazione sociale in caso di esercizio del diritto di recesso del socio.

Lo studio propone un'analisi dei criteri legali di determinazione del valore della partecipazione nell'ipotesi di recesso del socio, distinguendo le ipotesi di recesso a seconda che si tratti di socio di s.r.l., socio di s.p.a. non quotate o di s.p.a. quotate e focalizzandosi sulle differenze di valutazione rispetto ad una normale cessione della medesima, con particolare riguardo all'applicabilità o meno di "premi di maggioranza", nell'ipotesi in cui dalla partecipazione derivi un controllo societario e di "sconti di minoranza", qualora la partecipazione sia minoritaria, nonché sulla possibilità, per le s.r.l., di prevedere statutariamente i criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio che esercita il diritto di recesso e per le s.p.a., di derogare ai criteri previsti dall' art. 2437-ter, trattando, infine, l'ipotesi in cui, in mancanza di un accordo sul valore della partecipazione, sia nelle s.r.l. che nelle s.p.a., la valutazione della medesima sia compiuta tramite la relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale su istanza della parte più diligente.

ASSESSING THE SHARES OF A WITHDRAWING SHAREHOLDER***ABSTRACT**

The company law reform, provided for by Decreto Legislativo n. 6/2003, introduced specific criteria to assess the value of a shareholding when a shareholder exercises the right of withdrawal.

This study presents an analysis of the legal criteria for such assessment, distinguishing the cases of withdrawal according to the type of company: limited liability company, listed company limited by shares, non-listed company limited by shares. It focuses on the differences with the assessment in a normal transfer of a shareholding, taking into particular consideration the applicability of control premiums - when the shareholding determines the control of a company - or minority discounts - when it is a minority interest. This study also examines the possibility for limited liability companies to establish in their articles of association the criteria for assessing the value of the shareholding of the withdrawing shareholder and - for companies limited by shares - to depart from the criteria provided for by art. 2437-ter. Finally, it deals with cases when there is no agreement on the value of the shareholding, both in limited liability companies and companies limited by shares, and the assessment is made through a sworn report prepared by an expert appointed by the court upon demand of the first party to act.

* Traduzione a cura dell'Ufficio traduzioni CNDCEC

Sommario: 1. Premessa. – 2. La determinazione del valore della partecipazione del socio recedente da s.r.l. – 3. La determinazione del valore della partecipazione del socio recedente da s.p.a. – 4. La determinazione del valore della partecipazione tramite relazione giurata di un esperto. – 5. Cause di decadenza. – 6. Controlli. – 7. Cumulo con altre agevolazioni e coordinamento con il nuovo credito d'imposta per attività di ricerca e sviluppo.

1. Premessa

Al fine di una corretta valutazione della partecipazione del socio che ha esercitato il diritto di recesso, non essendo stati emanati, ad oggi, specifici principi di valutazione,¹ lo studio propone un'analisi dei criteri legali di determinazione del valore della partecipazione del socio receduto e delle differenze di valutazione rispetto ad una normale cessione della medesima, basandosi sulla dottrina prevalente nonché sulle linee guida per le valutazioni economiche² e focalizzandosi sulla determinazione del *quantum* della partecipazione sociale da liquidare in caso di esercizio del diritto di recesso del socio di società di capitali, che dipende, a seconda della forma giuridica, dai seguenti valori di riferimento:³ per le società a responsabilità limitata, dal valore del patrimonio sociale ex art. 2473 co. 3 del c.c.; per le società per azioni non quotate, dalla consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dall'eventuale valore di mercato delle azioni ex art. 2437-ter co. 2 del c.c.; per le società per azioni quotate, dal prezzo di mercato ex art. 2437-ter co. 3 del c.c.

Lo studio illustra, infine, la possibilità, per le s.r.l., di disciplinare statutariamente i criteri di valutazione della partecipazione in caso di recesso del socio e per le s.p.a., di derogare ai criteri previsti per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni del socio recedente prevista dall'art. 2437-ter, nonché l'ipotesi in cui la valutazione della partecipazione sia compiuta tramite la relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale.

¹ Si segnala che la bozza dei Principi Italiani di Valutazione (PIV) è stata varata dal Consiglio dei Garanti e dal Consiglio di Gestione dell'Organismo Italiano di valutazione il 1 Dicembre 2014 e non è stata ancora resa definitiva. Tale bozza fa riferimento solo all'ipotesi di recesso da società per azioni non quotate ex art. 2437-ter co. 2 del c.c.

² Cfr. L. Guatri, V. Uckmar (a cura di), *Linee guida per le valutazioni economiche, Un contributo alla società italiana e alla giustizia in sede civile, penale e fiscale*, Egea, Milano, 2009; L. A. Bianchi, *Le valutazioni economiche nella prospettiva del diritto delle società e del mercato finanziario*, in *La Valutazione delle Aziende* n. 56/2010, pag. 22; M. Bini, *Le valutazioni economiche nella prospettiva della finanza aziendale*, in *La Valutazione delle Aziende* n. 56/2010, p. 36.

³ Come noto, la riforma del diritto societario, attuata dal D. Lgs. n. 6/2003, ha modificato profondamente l'istituto del recesso del socio di società di capitali, da un lato, ampliando notevolmente le possibilità di uscita dalla compagine sociale, dall'altro, introducendo specifici criteri di liquidazione della partecipazione sociale in caso di recesso del socio. Con la riforma il recesso si configura come uno strumento per permettere al socio di non rimanere "prigioniero" della società, nel momento in cui le condizioni dell'investimento subiscano variazioni tali da non corrispondere più a quelle iniziali. In tal senso V. Calandra Buonauro, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, 1, pp. 291 ss.; L. Salvatore, *Il "nuovo" diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contratto e impresa*, 2003, 2, pp. 629 ss.; G. Stassano e M. Stassano, *Il recesso e l'esclusione del socio nella s.r.l. e nella s.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2005, p. 30; A. Gambino, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, 1, pp. 641 ss.; A. Morano, *Analisi delle clausole statutarie in tema di recesso alla luce della riforma della disciplina delle società di capitali*, in *Riv. not.* 2003, 1, pp. 303 ss.

2. La determinazione del valore della partecipazione del socio recedente da s.r.l.

Con riferimento alle società a responsabilità limitata, in caso di recesso, il rimborso della partecipazione deve avvenire «[...] *in proporzione del patrimonio sociale. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso* [...]».⁴

Il “valore di mercato” esprime il valore economico effettivo (*fair value*) del patrimonio sociale nel suo complesso.⁵ Tale interpretazione è confermata dalla lettura della Relazione al d.lgs. n. 6/2003, che nel par. 11 afferma che la disciplina dettata dal comma 3 dell’art. 2473 c.c. «*tende ad assicurare che la misura della liquidazione della partecipazione avvenga nel modo più aderente possibile al suo valore di mercato; ed introduce un procedimento volto a superare le soluzioni penalizzanti tutt’ora adottate nel diritto vigente*», ove le soluzioni penalizzanti sono quelle della liquidazione in base al valore contabile della partecipazione ai sensi del previgente art. 2437 c.c.

Precisato che ciò che è da ricercare è un valore effettivo del patrimonio sociale, occorre stabilire, tra le molteplici nozioni di valore definite dalla dottrina aziendale, quale sia il più corretto nell’ambito della valutazione ai fini del recesso del socio. Relativamente alla possibilità di determinare valori economici o potenziali, i valori da prendere in considerazione non potranno essere che quelli economici (del capitale economico) dovendo la disciplina del recesso tutelare, coerentemente con quanto previsto dalla stessa legge delega, oltre il diritto del socio ad un equo rimborso, anche il diritto della società a veder salvaguardata l’integrità del proprio capitale e il diritto dei creditori a veder salvaguardati i propri interessi.⁶ Diversamente, se si determinassero valori solo potenziali, vi sarebbe il rischio di non trovare acquirenti per la partecipazione del socio recedente, con la conseguenza che la società dovrebbe intervenire direttamente nell’effettuazione del rimborso, erodendo il proprio patrimonio o dovendo addirittura arrivare allo scioglimento, con i danni che ne potrebbero conseguire per gli altri soci e per i creditori sociali.⁷

Sul metodo di valutazione, è lecito chiedersi se debba preferirsi il metodo patrimoniale semplice, piuttosto che quello complesso o, ancora il reddituale o il misto patrimoniale - reddituale.

⁴ Cfr. art. 2473 co. 3 c.c.

⁵ Cfr. *Il recesso del socio nelle società di persone e nelle società di capitale* - Commissione di diritto societario - Odec Roma (a cura di) R. Fidanza – O.Tagliaferro, gennaio 2012, p. 17: «*La scelta del Legislatore di individuare nel valore di mercato il solo ed indefettibile criterio legale di valutazione risponde alla esigenza di garantire al socio uscente, alla società ed ai creditori sociali, in breve a tutti gli interessi coinvolti, il riferimento, ai fini del processo estimativo, ad un valore esterno ed indipendente non influenzabile in astratto da alcuna delle parti interessate*».

⁶ La L. 3.10.2001, n. 366, art. 3), nella lettera f) dispone di: «*ampliare l’autonomia statutaria con riferimento alla disciplina del recesso, salvaguardando in ogni caso il principio di tutela dell’integrità del capitale sociale e gli interessi dei creditori sociali*».

⁷ A. Salvidio, *La valutazione in caso di recesso del socio*, in *La valutazione delle aziende* n. 36, Marzo 2005, pp. 8 ss

Sui criteri di valutazione, il legislatore non fornisce alcuna indicazione particolare; l'unico riferimento è contenuto nel secondo periodo del co. 3 dell'art. 2473 c.c. che in maniera abbastanza generica, prevede che il patrimonio sociale deve essere «[...]determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso [...]»; previsione che non appare prescrittiva di nessun modello valutativo in particolare. Dunque per determinare il valore del patrimonio, si potrà utilizzare il modello valutativo che risulterà più idoneo in base alle caratteristiche della società, alla composizione del patrimonio ed in relazione al settore in cui la stessa opera. Tra i vari metodi, alcuni autori reputano il metodo patrimoniale preminente rispetto agli altri, in quanto la valorizzazione della componente patrimoniale del complesso aziendale rappresenta un elemento caratterizzante ed indefettibile della liquidazione della partecipazione del socio recedente, che traspare dalla lettera della norma e trova corrispondenza nella sua *ratio*. Tanto il modello reddituale che quello finanziario, o entrambi, possono essere configurati nello statuto come criteri destinati ad integrare il metodo patrimoniale o, più limitatamente, come strumenti di verifica della stima ottenuta con il metodo patrimoniale.⁸

È possibile prevedere, nello statuto della s.r.l., criteri di valutazione che consentano di prescindere da quello espressamente previsto dal co. 3 dell'art. 2473 c.c. ovvero sia il criterio della valorizzazione della partecipazione al “suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso”?

Nell'ambito delle s.p.a., il comma 4 dell'art. 2437-ter del c.c. riconosce espressamente allo statuto la possibilità di derogare ai criteri fissati dal medesimo art. 2437-ter per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni del socio recedente, per quanto concerne invece le s.r.l., il comma 3 dell'art. 2473 c.c. si limita ad enunciare una correlazione tra il valore delle partecipazioni e quello del patrimonio sociale, senza nulla disporre in merito ai criteri secondo i quali tale valutazione debba essere condotta, né riguardo alla possibilità di disciplinare statutariamente tali criteri.⁹ La dottrina concorda sul fatto che lo statuto possa contenere una clausola finalizzata ad individuare il metodo di calcolo del valore aziendale e ciò anche al fine di tener conto della particolare composizione del patrimonio della società, delle caratteristiche proprie dell'azienda e del settore in cui la stessa opera, oltre che per rendere maggiormente circoscritta l'alea di variazione di valori ammissibili che potrebbero derivare dall'applicazione dei diversi criteri di stima e delle diverse modalità di calcolo all'interno di un medesimo criterio. È comunque legittima una clausola statutaria che individui un metodo di calcolo del valore aziendale sempre considerando che si dovrà valutare

⁸ Cfr. P. Reviglione, *Tecniche di liquidazione del socio recedente. S.r.l. pratica, casi e crisi*, Atti del convegno Roma 21.02.2009, n. 3/2009 e R. Marcello, *La valutazione della partecipazione in caso di recesso del socio*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 6/2011, p. 84.

⁹ Così C. Odetto, E. Zanetti, *Il recesso del socio. Aspetti civilistici e fiscali*, Wolters Kluwer Italia, 2008, p. 82.

il patrimonio sociale in base al suo valore effettivo;¹⁰ si segnala che, sarebbe invece da considerarsi illegittima una clausola statutaria che preveda il rimborso della partecipazione al socio recedente per un importo diverso dal valore di mercato esistente alla data di esercizio del recesso; se da un lato, l'autonomia statutaria esercitabile dai soci può ben individuare specifiche modalità attraverso le quali giungere alla determinazione di un possibile valore di mercato (si pensi, ad esempio, ad una clausola che preveda la valorizzazione dell'avviamento sulla base di coefficienti e calcoli matematici commisurati alla redditività dell'impresa) dall'altro, sono ragionevolmente da considerarsi illegittime le clausole che determinano *tout court* il rimborso della partecipazione in misura pari al mero valore della quota parte del patrimonio netto contabile della società.¹¹

La valorizzazione della partecipazione avviene in proporzione della partecipazione che il socio recedente possiede nella società e quindi nel patrimonio sociale; data la diretta proporzionalità tra valore del patrimonio sociale e valore della partecipazione, a differenza di quanto avviene nel caso di cessione di partecipazioni, non si dovrebbe tener conto di premi di maggioranza o sconti di minoranza, né tanto meno di eventuali diritti particolari del socio potranno influenzare il valore della partecipazione che lo stesso ha nella società.¹² Secondo tale orientamento dottrinario, la valutazione, ai fini del recesso, non dovrebbe, pertanto, essere influenzata dall'ipotesi in cui dalla partecipazione

¹⁰ In dottrina, pur non mancando prese di posizione di segno contrario, sembra prevalere la posizione di quanti sostengono l'ammissibilità di una regolamentazione statutaria di criteri di valutazione diversi da quello legale anche nel contesto della s.r.l., i quali argomentano che, proprio il riconoscimento di un'ampia autonomia pattizia ai soci caratterizza la "nuova" disciplina della s.r.l. disegnata dalla riforma attuata dal D. Lgs. 6/2003, né appaiono esservi disposizioni normative o principi generali dell'ordinamento che inducano a ritenere incompatibile, rispetto alle norme e ai principi medesimi, la previsione nello statuto di s.r.l. di criteri particolari di determinazione del valore della partecipazione di liquidazione del socio recedente, ivi compresa la possibilità di giungere a "previsioni-limite" che portino a determinare una riduzione del rimborso della partecipazione fino al suo valore contabile (ripristinando per via statutaria il regime legale vigente ante riforma) o, comunque, ad un valore simbolico ed irrisorio rispetto a quello di mercato. Così C. Odetto, E. Zanetti, *Il recesso del socio. Aspetti civilistici e fiscali*, Wolters Kluwer Italia, 2008, p. 82. Cfr. anche A. Cotto, M. Meoli, F. Tosco, *Società*, a cura di Eutekne, Ipsoa, Milano 2012, p. 1659; D. Balducci, *La valutazione dell'azienda*, Ed. Fag, Milano, 2009, p. 543.

¹¹ Ciò secondo un orientamento espresso dal Comitato interregionale dei consigli notarili delle Tre Venezie - Settembre 2011. I.H.13 - (*Limiti alle clausole statutarie volte a determinare il valore della partecipazione in caso di recesso* - 1° pubbl. 9/05) - Stante la tipicità della causa del recesso (disinvestimento) non è possibile prevedere statutariamente che al socio recedente venga rimborsato un importo diverso dal valore di mercato della partecipazione al momento della dichiarazione di recesso. È tuttavia possibile, in assenza di un metodo legale e univoco di valutazione delle partecipazioni societarie, prevedere criteri statutari volti a determinare in maniera oggettiva il valore di mercato della partecipazione, dovendosi ritenere illegittime solo quelle clausole che determinano il rimborso della partecipazione secondo criteri diversi dal valore di mercato. Sono quindi da ritenersi lecite le clausole volte a determinare il valore dell'avviamento secondo calcoli matematici rapportati alla redditività degli esercizi precedenti. Sono invece da ritenersi illecite le clausole che determinano il rimborso della partecipazione in misura pari al valore nominale della stessa o che tengano in considerazione i soli valori contabili. Sono del pari da ritenersi illecite le clausole che rimettono ad una decisione periodica dei soci, anche unanime, la predeterminazione del valore delle partecipazioni ai fini di un eventuale recesso. Cfr. anche A. Felicioni, *Oggetto sociale il cambio non basta*, in Italia oggi del 28.10.2005, p. 27.

¹² Cfr. M. Caratozzolo, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a. (II parte)* in *Le Società*, n. 11/2005, pp. 1340-1347; Cfr. L. Lanzio, *Il recesso del socio di s.r.l.*, in *Le Società* 2/2004, pp. 150-156; V. Calandra Buonauro, *op.cit.*, pp. 291 ss.; *Il recesso e l'esclusione del socio nella s.r.l. e nella s.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2005, pp. 55 e ss.

derivi un controllo della società, ed allora al suo normale valore non dovrà essere sommato il cd. “premio di maggioranza”; dunque, anche nel caso di una partecipazione minoritaria, non dovrebbe essere effettuato lo “sconto di minoranza”.¹³

Si evidenzia che in dottrina, si riscontrano orientamenti non univoci sul tema; secondo alcuni autori non si può escludere in linea di principio la possibilità di tenere conto, nella valutazione della partecipazione, delle singole peculiarità che caratterizzano la liquidazione della medesima; in particolare, viene sostenuto che in caso di partecipazione minoritaria si possa tener conto degli sconti di minoranza legati ai ridotti poteri attribuiti dalla medesima e degli sconti di liquidità legati alla mancanza di mercato e di negoziabilità della stessa;¹⁴ in tale ultimo caso, è giustificata l'applicazione di una decurtazione dovuta alla difficoltà di negoziazione di una partecipazione che risulti di minoranza, in conseguenza della carenza di potenziali acquirenti che non rendono la partecipazione liquidabile.¹⁵

Va sottolineato perciò che, in assenza di condivisi Principi di Valutazione, entrambe le posizioni mostrano spunti di condivisibilità che lasciano all'interprete la scelta.

3. La determinazione del valore della partecipazione del socio recedente da s.p.a.

I criteri di determinazione del valore delle azioni del socio recedente sono disciplinati dall'art. 2473-ter c.c.; ai sensi del secondo comma del citato articolo, il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato

¹³ Cfr. M. Caratozzolo, op. cit., pp. 1340-1347 che afferma che «il riferimento dell'art. 2473 al rimborso “in proporzione del patrimonio sociale” (diverso da quello dell'art. 2437 ter “tenuto conto della consistenza patrimoniale”) esclude già in partenza qualsiasi considerazione di premi di maggioranza e sconti di minoranza». Su simili motivazioni cfr. anche A. Baldissera, *Profili critici relativi al recesso nella società a responsabilità dopo la riforma del 2003*, Università degli Studi di Brescia, Dipartimento di Economia Aziendale, Paper n. 94/2009 p. 20, secondo cui in aderenza al metodo patrimoniale puro accolto: «pare che il dato testuale induca a escludere che nella valutazione della partecipazione vi sia un obbligo di valorizzazione degli elementi di cui sopra: atteso che il rimborso deve avvenire “in proporzione del patrimonio sociale”, si ravvisa in questo un criterio matematico pressoché chiuso, in forza del quale il valore di rimborso è determinato “pro quota”, ossia come frazione del valore complessivo del patrimonio societario misurato a valori di mercato». In tal senso si veda anche P.M. Iovenitti, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in Rivista delle Società, 2005 fasc. 2-3 pp. 478-479.

¹⁴ Cfr. P. Reviglione, *Tecniche di liquidazione del socio recedente. S.r.l. pratica, casi e crisi*, Atti del convegno Roma 21.02.2009, n. 3/2009. Sulla rilevanza degli sconti di minoranza cfr. R. Marcello, *La valutazione della quota del socio recedente*, in Il Fisco 23/2010, p. 3640, secondo cui «nell'ipotesi in cui una partecipazione minoritaria venga scambiata tra “soggetti indipendenti”, il relativo valore potrebbe non coincidere con il capitale economico pro quota, in quanto al suddetto valore è applicabile uno sconto di minoranza per ridotti poteri e/o uno sconto di liquidità per assenza di mercato (lack of marketability)».

¹⁵ Cfr. R. Marcello, *La valutazione della quota del socio recedente*, in Il Fisco 23/2010, p. 3641 secondo cui «la partecipazione al capitale di una società a responsabilità limitata potrebbe costituire un investimento non prontamente e convenientemente liquidabile, per carenza di potenziali acquirenti. In questi casi, si dovrebbe tenere, altresì, conto – ai fini della determinazione del valore economico della partecipazione – della condizione che penalizza la posizione dell'investitore, trovando pertanto giustificazione l'applicazione di uno sconto c.d. di liquidità».

della revisione legale dei conti.¹⁶ Il quinto comma del medesimo articolo specifica che «i soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore [...] nei quindici giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea; ciascun socio ha il diritto di prenderne visione e di ottenerne copia a proprie spese».¹⁷ Pertanto è lasciato un lasso di tempo al socio tale da consentirgli di effettuare una valutazione di convenienza relativamente al rapporto costo/beneficio tra votare a favore della delibera legittimante l'*exit* oppure disinvestire e monetizzare la propria partecipazione e dunque avvalersi della possibilità di recedere oppure valutare un eventuale cessione.

La determinazione del valore delle azioni in caso di recesso del socio di società per azioni non quotate, è demandata dunque agli amministratori i quali «[...] tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni» portano a conoscenza del socio del *quantum* da liquidargli.¹⁸ La previsione normativa prevede inoltre di tener conto anche dell'eventuale valore di mercato delle azioni, ovvero il “prezzo” che rappresenta l'incontro della domanda e dell'offerta di titoli, e che sarà un valore opinabile in quanto circoscritto alla singola operazione e risentirà della posizione e forza contrattuale delle parti e dei loro specifici interessi in quella data circostanza, anziché essere la conclusione di una ampia ed impersonale negoziazione tra acquirenti e venditori.

Per determinare il "valore economico" dell'intero complesso aziendale in funzionamento e dunque il valore corrente delle azioni, gli amministratori sono tenuti ad adottare metodi di valutazione che consentano di attribuire un valore alla consistenza patrimoniale della società, alle sue prospettive reddituali ed all'eventuale valore di mercato delle azioni. Premesso che l'art. 2473*ter* c.c. non fa riferimento né al bilancio d'esercizio né alla situazione patrimoniale contabile, gli amministratori dovranno partire da una situazione patrimoniale contabile aggiornata ad una data ragionevolmente prossima al quindicesimo giorno precedente la data di convocazione dell'assemblea, il cui ordine del giorno potrebbe integrare il riconoscimento all'esercizio del diritto di recesso da parte del socio.¹⁹

¹⁶ Alcuni autori considerano il parere dei sindaci e dei revisori non vincolante la decisione degli amministratori. In tal senso R. Rordorf, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Le Società*, 2003, pp. 923-930.

¹⁷ Art. 2437 - *ter* co. 5. Il diritto di conoscere il valore della liquidazione, in ipotesi di recesso, è riferito solo alle società per azioni non quotate sia per l'espresso riferimento inserito in tale comma che richiama il co. 2, sia perché i soci di s.p.a. quotate in mercati regolamentati hanno la possibilità di conoscere, in qualsiasi momento, il valore delle proprie azioni attraverso i listini di borsa.

¹⁸ Art. 2437 - *ter* co. 2.

¹⁹ *Commissione di Diritto Societario - Odec Roma - Il Recesso del socio nelle società di persone e nelle società di capitali, op.cit.*, p. 12

Quanto già osservato per la valutazione delle partecipazioni di s.r.l. vale anche per le azioni di società non quotate,²⁰ in particolare, con riferimento all'applicabilità o meno di premi di maggioranza o sconti di minoranza;²¹ da una lettura delle relative disposizioni civilistiche inerenti le modalità di determinazione del valore sia delle partecipazioni di s.r.l. che delle azioni di società non quotate, si evince che la differenza è solo terminologica (riferendosi al patrimonio sociale nel primo caso, ed alla consistenza patrimoniale della società ed alle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni, nel secondo).

Se esiste ed è attendibile il valore di mercato delle azioni, dovrà procedersi con una media aritmetica ponderata di quest'ultimo con il risultato ottenuto dall'applicazione del metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.

È inoltre possibile, nei limiti stabiliti dall'art. 2437, co. 4, c.c., prevedere criteri di determinazione del valore di liquidazione diversi da quelli legali di cui ai commi secondo e terzo del citato articolo attraverso l'indicazione degli elementi dell'attivo e del passivo che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale che possano essere tenuti in considerazione.²²

Nel caso invece di società quotata in borsa, il valore di liquidazione delle azioni del socio 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»*; tale criterio di valutazione esonera gli amministratori da qualsiasi operazione di stima.²³

Si osserva che non tutte le cause di recesso sono riconducibili ad una delibera; si pensi ad esempio alla causa di recesso contemplata dall'art. 2437, terzo comma, c.c.: è il caso di società costituita a tempo indeterminato; in tal caso, il socio può recedere *ad nutum*, purché rispetti il termine

²⁰ La dottrina aziendalistica propone diversi metodi tra i quali è preferibile il criterio misto patrimoniale - reddituale con determinazione autonoma dell'avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*). Il capitale economico risulterebbe così pari alla somma del patrimonio netto rettificato, composto da attività e passività valutate a valori correnti, tenendo conto anche degli *intangibles* non iscrivibili in bilancio, e dell'avviamento, dato dalla differenza tra il risultato raggiunto mediante la stima reddituale ed il valore patrimoniale. Cfr. L. Guatri, M. Bini, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007, p. 441; P.M. Iovenitti, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Rivista delle società*, 2005, fasc. 2-3 pp. 459-486; D. Balducci, *La valutazione dell'azienda*, Ed. Fag, Milano, 2009, p. 541-543.

²¹ Cfr. Organismo italiano di Valutazione, *Principi Italiani di Valutazione - Bozza per la pubblica consultazione*, 1 Dicembre 2014, p. 204 secondo cui: *«Essendo la valutazione riferita all'azienda nel suo complesso, non sono applicabili né premi di maggioranza, né sconti di minoranza. Sono invece da considerare quegli sconti che si applicano all'impresa nel suo complesso (entity level discount), quali ad esempio gli sconti sul NAV (net asset value) nel caso di società finanziarie di partecipazione o delle società immobiliari, gli sconti per la dipendenza da persone chiave (key person discount), gli holding discount, ed eventualmente, nei casi di business che assorbono cassa e richiedono futuri finanziamenti, gli sconti per mancanza di liquidabilità»*.

²² *Commissione di Diritto Societario - Odec Roma - Il Recesso del socio nelle società di persone e nelle società di capitali, op.cit.*

²³ Cfr. art. 2437-ter c.c. co. 3.

di preavviso, di almeno 180 giorni, secondo l'indicazione della norma, salvo che lo statuto non preveda un termine maggiore, che non può, tuttavia, superare un anno; nel caso di recesso *ad nutum*, la determinazione del valore di liquidazione, dovrebbe essere fatta in prossimità della scadenza del termine di preavviso e, più precisamente, l'obbligo scatterebbe entro i quindici giorni che precedono la scadenza del suddetto periodo.²⁴ Si respinge, invece, la possibilità di un'informazione preventiva nei casi in cui il recesso non sia legittimato da delibera, ritenendo che la determinazione del valore delle azioni dovrà avvenire in questi casi successivamente all'evento legittimante e nel più breve tempo possibile.²⁵

È inoltre possibile che si verifichi anche la fattispecie in cui accada un “fatto” che legittimi il recesso; in tal caso per esercitare il diritto di recesso sono concessi trenta giorni dalla conoscenza del medesimo; nel caso di recesso conseguente a delibera, secondo il combinato disposto degli artt. 2437-ter, co. 5 e 2437-bis c.c., il termine per l'*exit* è di quindici giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea e quindici giorni dall'iscrizione nel registro imprese della delibera che lo legittima, dunque anche in tal caso complessivi trenta giorni. Dato che, per la determinazione del valore delle azioni, manca un momento di riferimento, secondo alcuni autori sarebbe analogicamente applicabile, per tutti i casi in cui il recesso sia legittimato da fatti, quello definito ex art. 2473, co. 3 c.c. che indica il momento in cui è esercitato il diritto di recesso quale momento cui determinare il valore della partecipazione del recedente; mentre, nel caso i cui il recesso sia legittimato da delibere assembleari, secondo quanto stabilito dall'art. 2437-ter quinto comma, «*il valore della partecipazione dovrà essere fissato al quindicesimo giorno precedente all'assemblea*».²⁶ Potrebbe verificarsi, nel caso di recesso derivante da “fatto”, che il singolo socio possa, ad esempio, optare per una volontaria dilazione del momento nel quale il fatto legittimante possa dirsi conosciuto o conoscibile al fine di sfruttare a suo vantaggio eventuali oscillazioni del valore. Per ovviare a tale problema, potrebbe essere opportunamente previsto negli statuti, ad esempio, che la valutazione possa essere riferita ad un momento anteriore, ma non oltre un certo lasso temporale, rispetto alla delibera o al momento in cui si sia verificato il “fatto” legittimante il recesso.²⁷ Si ritiene che attraverso il termine contemplato

²⁴ A. Bartolacelli, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. e Impr.*, 2004, pp. 1125-1167. In tal senso anche R. Rordorf, *op.cit.*, pp. 923 ss.

²⁵ M. Bione, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società: Liber amicorum Campobasso G.F. (diretto da) Abbadessa P., Portale G. B., UTET Giuridica, Torino, 2006-2007* pp. 206-215; M. Stella Richter, *Diritto di recesso e autonomia statutaria* in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2004, fasc. 4-6 pp. 389-416.

²⁶ R. Rordorf, *op.cit.*, pp. 923 ss.

²⁷ Così A.A. Rinaldi, *La determinazione del valore delle azioni del socio recedente e la sua eventuale contestazione*, in *Le Società*, 2010, 2, pp. 233 ss. Sarebbe auspicabile che la valutazione nella società non quotate non sia di molto risalente rispetto alla data dell'assemblea. Cfr. V. Di Cataldo, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, G.F. Campobasso, *op.cit.*, pp. 220 ss., il quale ritiene che non si debba andare oltre i due o tre mesi precedenti all'assemblea. M. Ventoruzzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in

al quinto comma dell'art. 2437-ter, il legislatore abbia voluto ancorare la valutazione delle azioni ad un momento non eccessivamente antecedente l'esercizio di fatto del recesso. Ulteriore conferma in tal senso risulta essere il terzo comma della suddetta norma che, per le azioni quotate nei mercati regolamentati, il riferimento al prezzo medio dell'ultimo semestre che precede la pubblicazione o la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea sembra consentire che il valore di liquidazione esprima al meglio e più fedelmente il proprio valore di chiusura nei sei mesi precedenti.

4. La determinazione del valore della partecipazione tramite relazione giurata di un esperto

La disciplina civilistica non identifica il soggetto a cui è demandato l'onere estimativo relativamente al valore delle partecipazioni.²⁸ Sia per le s.r.l. che per le s.p.a., nel caso in cui non si arrivi ad un accordo sul valore della partecipazione, la valutazione della medesima è compiuta tramite la relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale su istanza della parte più diligente.²⁹ Come nelle s.r.l., per le s.p.a. il legislatore ha previsto che si potrà richiedere la determinazione dello stesso ad opera di un esperto nominato dal tribunale che provvederà a redigere una relazione giurata entro novanta giorni dalla dichiarazione di recesso. L'esperto provvederà su istanza della parte più diligente in applicazione di quanto previsto dall'art. 1349 c.c. La contestazione sul valore della liquidazione dovrà essere contestuale alla dichiarazione di recesso in quanto i soci sono stati già preventivamente informati del suddetto valore nei quindici giorni antecedenti la delibera assembleare dalla quale il diritto di recesso poteva sorgere (nel caso di s.p.a. non quotate) ovvero sono venuti a conoscenza del valore della liquidazione per presa visione dei listini di borsa (nel caso di s.p.a. quotate).

Riv. Soc., 2005, pp. 309 ss., invece, si limita a rimandare l'individuazione del momento al quale riferire il calcolo alla diligenza degli amministratori. Nei casi di recesso derivante da un mero "fatto" il valore delle azioni non potrà non riferirsi al momento del fatto stesso in tal senso M.Bione, *op. cit.*, pp. 206 ss.

²⁸ Cfr. Commissione di Diritto Societario - Odec Roma - *Il Recesso del socio nelle società di persone e nelle società di capitali, op.cit.*, p. 16: "Potrebbe trattarsi dell'organo amministrativo, come espressamente previsto per le società per azioni, ma, essendo possibile nelle società a responsabilità limitata l'adozione di modelli di amministrazione alternativi a quello collegiale sarebbe opportuno, in caso di amministrazione disgiuntiva, prevedere nello statuto che la competenza sia rimessa al Consiglio di Amministrazione o costituisca materia di amministrazione congiuntiva, al fine di evitare che la valutazione sia effettuata da un singolo amministratore "acquiescente". Nello statuto potrebbe altresì essere disposto che la valutazione sia effettuata da organi terzi e indipendenti quali il Collegio Sindacale o una società di revisione, se presenti, ovvero può essere richiesta una relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale".

²⁹ Ai sensi del co. 3 dell'art. 2473 c.c. «in caso di disaccordo la determinazione [del valore della partecipazione] 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 1349»; il co. 6 dell'art. 2437-ter c.c., prevede che «In caso di contestazione da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso il valore di liquidazione è determinato entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso 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 1349».

Visto il richiamo fatto al co. 1 dell'art. 1349 del c.c., l'esperto opera quale terzo arbitratore e dovrà procedere alla valutazione con "equo apprezzamento" che pertanto potrà essere impugnata solo nel caso fosse manifestamente iniqua o erronea. Per le s.r.l. e per le s.p.a. non quotate, è da ritenere che l'esperto non possa utilizzare metodi che portino a risultati diversi dal "valore di mercato" del patrimonio, in quanto l'intento del legislatore, anche in questo caso, è quello di determinare il valore del capitale economico (*fair value*) della società.³⁰ L'esperto dovrà quindi effettuare una valutazione che tenga opportunamente conto sia della consistenza patrimoniale effettiva che della capacità reddituale dell'azienda sociale. Diversamente la valutazione esulerebbe dall' "equo apprezzamento" e sarebbe considerata erronea ai sensi del co. 1 dell'art. 1349 del c.c.; il perito incaricato, dovendo determinare il "valore di mercato" della partecipazione, dovrà dunque tenere in debita considerazione le prospettive reddituali della società. Se la valutazione degli amministratori non corrisponde all'aspettativa del socio che ha manifestato l'intenzione di recedere, la norma demanda la definizione del valore della partecipazione sociale ad un esperto nominato dal tribunale il quale se «[...]non risulta che le parti vollero rimettersi al suo mero arbitrio [...]deve procedere con equo apprezzamento». Se peraltro la determinazione dell'esperto «[...]è manifestamente iniqua o erronea, la determinazione è fatta dal giudice». La limitazione del rinvio al solo primo comma dell'art. 1349, permette di individuare i criteri secondo i quali la valutazione deve essere condotta dal terzo "arbitratore", nonché i rimedi esperibili nei confronti della determinazione assunta. Il co. 1 dell'art. 1349 c.c., infatti, dispone che:

- se non risulta che le parti hanno voluto rimettersi al mero arbitrio del terzo, costui deve procedere con equo apprezzamento;
- se manca la determinazione del terzo, essa è compiuta dal giudice;
- se la determinazione del terzo è manifestamente iniqua o erronea, essa è rimessa al giudice.

Il richiamo degli artt. 2473 e 2437-ter c.c. all'art. 1349 c.c. rende pertanto impugnabile la stima dell'esperto solo in caso di manifesta iniquità o erroneità.³¹ Da un punto di vista processuale, si rileva che il procedimento di cui al co. 3 dell'art. 2473 c.c. ha ad oggetto esclusivamente la nomina dell'esperto, non la determinazione del valore della partecipazione e, conseguentemente, deve essere ricondotto (come il legislatore ha espressamente fatto per quello previsto dall'art. 2437-ter, comma 6, c.c.), nell'ambito di applicazione del procedimento da una parte sola: tale è, infatti, "la parte più

³⁰ Cfr. Caratozzolo, *op.cit.*, p.1340 ss

³¹ L'espresso richiamo del solo primo comma, esclude l'applicabilità della disciplina, più rigida, dettata dal secondo comma e relativa all'ipotesi in cui le parti si siano rimesse al mero arbitrio del terzo. In tal caso la determinazione assunta dall'arbitratore non si può impugnare a meno che non si provi la sua mala fede; qualora manchi la determinazione del terzo e le parti non si accordino per sostituirlo, il contratto è nullo. Così C. Odetto, E. Zanetti, *Il recesso del socio. Aspetti civilistici e fiscali*, Wolters Kluwer Italia, 2008, p. 83.

diligente” che, a seguito del mancato raggiungimento dell’accordo sulla determinazione del valore operata dagli amministratori, ha interesse a conseguire la nomina dell’esperto che vi provveda.³²

E se la perizia dell’esperto dovesse risultare iniqua?

L’apprezzamento dell’esperto si sottrae ad ogni controllo nel merito della decisione e le parti possono impugnare la determinazione effettuata solo dimostrando che egli ha agito intenzionalmente a danno di una di esse.³³

Si rileva che nell’espletamento del suo incarico, l’arbitratore (qualora non risulti che le parti si siano rimesse al suo insindacabile arbitrio) deve procedere con equo apprezzamento. Tale determinazione deve essere effettuata secondo un criterio di equità contrattuale.³⁴

In tema di arbitraggio, per stabilire quando la determinazione della prestazione da parte del terzo sia impugnabile per manifesta iniquità ai sensi dell’art. 1349 c.c., deve farsi riferimento, in mancanza di un criterio legale, al principio desumibile dall’art. 1448 c.c., in tema di rescissione per lesione, sicché ricorre la manifesta iniquità in presenza di una valutazione inferiore alla metà di quella equa.³⁵

Gabriella Trinchese - 30 aprile 2015

³² Si rileva che, secondo un recente orientamento giurisprudenziale, il procedimento in camera di consiglio unilaterale, può tendere unicamente alla designazione dell’esperto, previsto nell’interesse generale al corretto esercizio del diritto d’impresa ed in quello particolare dei creditori sociali e dei soci, avente ad oggetto l’attività di stima del patrimonio sociale, e fondato su una designazione operata *ad personam*. Cfr. Trib. L’Aquila, 9 marzo 2005. Cfr. Tribunale Salerno, 13 ottobre 2009 - Pres. Ricciardi - Rel. Scarpa: il Collegio salernitano ha ritenuto che il procedimento civile camerale monosoggettivo presupposto dall’art. 2437 - *ter* co. 6, c.c., al pari di altri contemplati nell’art. 29, D.Lgs. n. 5/2003, possa avere ad oggetto la sola nomina del perito e non anche la determinazione del valore della partecipazione, potendo del resto essere definito anche senza convocazione delle parti interessate. Esula dall’ambito applicativo del procedimento camerale monosoggettivo ex artt. 29 e 27, D. Lgs. n. 5/2003, l’impugnazione per manifesta iniquità o erroneità della determinazione del valore di liquidazione della partecipazione del socio receduto, compiuta dall’esperto nominato dal tribunale ai sensi dell’art. 2473, comma 3, c.c.

³³ Cfr. Sentenza Cass. 2.02.1999, n. 858.

³⁴ Si noti che il terzo, nominato dal giudice, completa con la fissazione del valore della partecipazione quello che il legislatore, richiamato l’art. 1349 c.c., configura come un contratto tra società e socio ad oggetto (la liquidazione della partecipazione) indeterminato; e dal richiamo all’applicazione di detta disposizione del Codice Civile discende sia che l’arbitratore deve procedere in via equitativa, secondo l’*arbitrium boni viri*, sia che il giudizio tecnico formulato sul prezzo, che la società deve corrispondere al recedente, può essere impugnato dal socio e dagli amministratori per errore o iniquità, e solo in tal caso la determinazione del valore delle azioni diviene giudiziale. Cfr. Trib. L’Aquila, 9.03.2005.

³⁵ Cfr. Sentenza Cass. Civile, sez. II, 30.12.2004, n. 24183.