

Anno 21

ISSN 2039-6880

IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ

diretto da Oreste Cagnasso e Maurizio Irrera

12-2023

In questo numero:

Collegio sindacale e tempestiva emersione della crisi

Impresa e proprietà intellettuale

Concordato preventivo: proposte concorrenti dei soci e dei creditori

Ne bis in idem sostanziale

I criteri di liquidazione nel recesso da società di capitali

Codice della crisi e esdebitazione del debitore

Corte di Giustizia Tributaria e conciliazione giudiziale



G. Giappichelli Editore

IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ

diretto da Oreste Cagnasso e Maurizio Irrera

12-2023

Direzione Scientifica Oreste Cagnasso, Maurizio Irrera

Sezione di Diritto dell'impresa

a cura di Oreste Cagnasso e Maurizio Irrera.

Sezione di Diritto delle procedure concorsuali

a cura di Luciano Panzani.

Sezione di Diritto tributario

a cura di Angelo Contrino e Gilberto Gelosa.

Sezione di Pubblica amministrazione e impresa

a cura di Mario Comba.

Sezione di Trust e negozi fiduciari

a cura di Riccardo Rossotto e Anna Paola Tonelli.

Sezione di Crisi internazionale d'impresa

a cura di Luciano Panzani e Antonio Leandro.

Sezione di Diritto penale dell'impresa

a cura di Ciro Santoriello.

Sezione di Diritto processuale delle società

a cura di Francesco De Santis.

Comitato Scientifico

Carlo Amatucci, Miguel C. Araya, Ignacio Arroyo, Maura Campra, Esteban Carbonell, Paolo Felice Censoni, Maurizio Comoli, Angelo Contrino, Francesco De Santis, Massimo Fabiani, Tony M. Fine, Gilberto Gelosa, Javier Juste, Ronald Kakungulu, Antonio Leandro, Pierluigi Matera, Augustin Moscariello, Luciano Panzani, Achille Saletti, Gustavo Visentini, Lihong Zhang.

Comitato dei Referee

Giovanni Arieta, Guido Bonfante, Mia Callegari, Oreste Calliano, Guido Canale, Stefano A. Cerrato, Paoloefisio Corrias, Emanuele Cusa, Eva Desana, Francesco Fimmanò, Patrizia Grosso, Manlio Lubrano di Scorpaniello, Angelo Miglietta, Paolo Montalenti, Andrea Perini, Gabriele Racugno, Paolo Reviglione, Emanuele Rimini, Marcella Sarale, Giorgio Schiano di Pepe.

Comitato di Redazione

Maria Di Sarli - Cristina Saracino (*Coordinatori*).

Alessandro Bollettinari, Maurizio Bottoni, Matteo Cagnasso, Mario Carena, Marco Sergio Catalano, Giovanni Consolo, Salvatore De Vitis, Gianfranco Di Garbo, Gloria Gelosa, Francesco Farri, Elena Fregonara, Giulia Garesio, Gloria Millepezzi, Alessandro Monteverde, Vittorio Occorsio, Mario Paccioia, Andrea Palazzolo, Gianluigi Passarelli, Giuseppe Antonio Policaro, Irene Pollastro, Federico Riganti, Rossella Rivaro, Stefano Maria Ronco, Riccardo Russo, Andrea Sacco Ginevri, Ferruccio Maria Sbarbaro, Dario Scarpa, Carlotta Sgattoni, Fabio Signorelli, Marina Spiotta, Paolo Smirne, Maria Venturini.

Direttore responsabile: Oreste Cagnasso.

I saggi pubblicati sono sottoposti a *blind referee* scelti tra i professori universitari appartenenti al Comitato dei Referee.

La valutazione degli atti di Convegni è riservata ai Direttori.

I contributi per la pubblicazione devono essere inviati ad uno dei Direttori o ai Coordinatori del Comitato di Redazione ai seguenti indirizzi e-mail: maria.disarli@unito.it; cristina.saracino@cagnasso-associati.it

IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ

In questo numero:

Collegio sindacale e tempestiva emersione della crisi

Impresa e proprietà intellettuale

Concordato preventivo: proposte concorrenti dei soci e dei creditori

Ne bis in idem sostanziale

I criteri di liquidazione nel recesso da società di capitali

Codice della crisi e esdebitazione del debitore

Corte di Giustizia Tributaria e conciliazione giudiziale



G. Giappichelli Editore

IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ

Mensile - Iscrizione al R.O.C. n. 25223

Registrazione al Tribunale di Milano 8 novembre 2002, n. 618

G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111

<http://www.giappichelli.it>

ISSN 2039-6880

NDS collabora con RES Centro Studi d'Impresa, Via Crisis



VÍA CRISIS
Revista Electrónica de Derecho Concursal

Publicato on-line nel mese di dicembre 2023
presso la G. Giappichelli Editore – Torino

Indice

Diritto dell'impresa

a cura di Oreste Cagnasso e Maurizio Irrera

GRAZIA BUTA, Poteri e doveri del collegio sindacale e tempestiva emergenza della crisi	1758
ANDREA OTTOLIA, Prospettive della proprietà intellettuale nel rapporto fra impresa e beni	1799
CESARE FELICE GIULIANI, GIUSEPPE MARIA MICELI, Proposte concorrenti dei soci e dei creditori nel concordato preventivo	1816

Diritto penale dell'impresa

a cura di Ciro Santoriello

SILVIA FRANCAZI, Il caso di archiviazione 231 "DHL Supply Chain (Italy) S.p.A." Analisi del Decreto disposto dalla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano, tra esigenze di garanzia del <i>ne bis in idem</i> sostanziale ed alla luce dei recenti arresti giurisprudenziali della Corte di Appello di Milano, Sez. I Civile, 6 luglio 2023 e della Corte di Giustizia dell'Unione europea sul c.d. "caso Dieselgate"	1843
---	------

Attualità

LUCIANO M. QUATTROCCHIO, I criteri di liquidazione nel recesso da società di capitali	1862
GIUSEPPE SILVESTRO, L'esdebitazione e la tutela del debitore nel Codice della crisi e dell'insolvenza dell'impresa	1874

Diritto tributario

a cura di Angelo Contrino e Gilberto Gelosa

ADRIANO DEL BENE – MARIAGIULIA TRAPANESE, Conciliazione giudiziale su proposta della Corte di Giustizia Tributaria ed il suo archetipo processualcivilistico	1890
--	------

Segnalazioni

Segnalazioni di Diritto commerciale (a cura di Giulia Garesio)	1917
Segnalazioni di Diritto antitrust e IP (a cura di Gloria Gelosa)	1922
Segnalazioni di Diritto tributario (a cura di Giovanni Consolo e Elena Daolio)	1924

Contents

Company Law

edited by Oreste Cagnasso and Maurizio Irrera

GRAZIA BUTA, Powers and duties of the board of statutory auditors and timely emergence of the crisis	1758
ANDREA OTTOLIA, Perspectives on intellectual property between enterprise and immaterial goods	1799
CESARE FELICE GIULIANI, GIUSEPPE MARIA MICELI, Competing proposals from members and creditors in the composition with creditors	1816

Corporate criminal law

by Ciro Santoriello

SILVIA FRANCAZI, The dismissal of the administrative procedure under the Italian Legislative Decree no. 231/2001, case "DHL Supply Chain (Italy) S.p.A." Analysis of the Archiving Decree issued by the Public	
--	--

Prosecutor's Office at the Court of Milan: guarantees of the ne bis in idem substantial principle in the light of the recent verdicts given by the Court of Appeal of Milan, Sec. I Civil, 6 July 2023, and by the Court of Justice of the European Union on the c.d. "Dieselgate case" 1843

Tax Law

by Angelo Contrino e Gilberto Gelosa

ADRIANO DEL BENE – MARIAGIULIA TRAPANESE, Judicial conciliation at the proposal of the Tax Court of Justice and its civil procedural archetype 1035

Newness

LUCIANO M. QUATTROCCHIO, The liquidation criteria in the withdrawal from companies 1862

GIUSEPPE SILVESTRO, Debt discharge and debtor protection in the Corporate Crisis and Insolvency Code 1874

Tax Law

by Angelo Contrino e Gilberto Gelosa

ADRIANO DEL BENE – MARIAGIULIA TRAPANESE, Judicial conciliation at the proposal of the Tax Court of Justice and its civil procedural archetype 1890

News

Corporate Law (ed. Giulia Garesio) 1917

Antitrust Law and IP (ed. Gloria Gelosa) 1922

Tax Law (ed. Giovanni Consolo and Elena Daolio) 1924

I criteri di liquidazione nel recesso da società di capitali

The liquidation criteria in the withdrawal from companies

Luciano M. Quattrocchio *

ABSTRACT

L'elaborato prende in esame i criteri per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni da riconoscersi al socio recedente. La riforma organica del 2003 ha modificato in modo significativo i criteri per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni di società non quotate: è stato, infatti, abbandonato il riferimento al «patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio», per lasciare spazio a nuovi parametri di valutazione, quali la «consistenza patrimoniale», le «prospettive reddituali», oltre all'«eventuale valore di mercato». In tale contesto, l'Autore approfondisce sia i diversi criteri di valutazione applicabili (considerando anche l'eventuale utilizzo di sconti e premi) sia la data alla quale riferire la stima sia infine la documentazione contabile da assumere a riferimento.

The paper examines the criteria for determining the liquidation value of the shares to be paid to the withdrawing shareholder. The organic reform of 2003 significantly modified the criteria for determining the liquidation value of the shares of unlisted companies: in fact, the reference to the «share capital resulting from the last financial year» was abandoned, to leave space to new evaluation parameters, such as the «patrimonial consistency», the «income prospects», in addition to the «potential market value». In this context, the Author elaborates on both the various applicable evaluation criteria (also considering the possible use of discounts and premiums) and the date on which to refer the estimate and finally the accounting documentation to be used as a reference.

* Professore aggregato di Diritto dell'economia presso l'Università degli Studi di Torino.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. I criteri legali di valutazione delle azioni. – 2.1. La valutazione di azioni di società non quotate. – 2.2. La valutazione di azioni in società quotate. – 3. I criteri statutari di valutazione delle azioni. – 4. Il diritto di informazione del socio e il criterio equitativo in caso di contestazioni. – 5. Il momento al quale riferire la valutazione e la permanenza dell'obbligo di redigere un apposito bilancio. – 6. I metodi di valutazione adottabili. – 7. L'utilizzo di sconti o premi nella determinazione del valore di liquidazione.

1. Premessa

I criteri per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni da riconoscersi al socio recedente sono contenuti nell'art. 2437-ter c.c.¹.

Preliminarmente occorre osservare che la riforma organica del 2003² ha modificato in modo significativo i criteri per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni di società non quotate: con il d.lgs. n. 6/2003, è stato, infatti, abbandonato il riferimento al «*patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio*», contenuto nel previgente art. 2437, comma 1, c.c., per lasciare spazio a nuovi parametri di valutazione, quali la «*consistenza patrimoniale*», le «*prospettive reddituali*», oltre all'«*eventuale valore di mercato*» (art. 2437-ter, comma 2). L'intento del legislatore della riforma era quello di conciliare le intenzioni del socio recedente, prettamente liquidatorie, a vedersi liquidato un valore di rimborso equo e attuale e le prerogative della società, entità in esercizio e in continuità; oltre a rendere effettivamente operante l'istituto del recesso, essendo nella sua formulazione originaria fortemente disincentivante per il socio³.

Relativamente alle società per azioni quotate, la riforma del 2003 non ha apportato sostanziali correttivi. La disciplina è stata oggetto di successive e più incisive modificazioni ad opera del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91

¹ Per un'ampia trattazione del tema si rinvia a M. STELLA RICHTER jr., *Il recesso dalla società per azioni*, in *Trattato delle società* diretto da V. Donativi, Tomo III, Milano, 2022, 1112 ss.

² Riforma operata dal decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, «*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*».

³ In tal senso: G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale, 2, Diritto delle società*, IX edizione, Torino, 2015, 500; S. CAPIELLO, *2^{437-ter} Criteri di determinazione del valore delle azioni*, in AA. VV., *Codice commentato delle società*, G. Bonfante-D. Corapi-L. De Angelis-V. Napoleoni-R. Rodolf-V. Salafia (a cura di), III ed., Milanofiori Assago, 2011, 1366.

(convertito, con modificazioni, dalla legge 11 agosto 2014, n. 116), che ha reso derogabile il criterio legale di liquidazione delle azioni previsto dal comma 3 dell'art. 2437-ter – basato sui prezzi di negoziazione delle azioni –, riconoscendo la possibilità di prevedere nello statuto che la liquidazione avvenga applicando il modello legale delle società non quotate, di cui al comma 2, oppure utilizzando dei criteri alternativi (che lo statuto deve prevedere), così come consentito dal comma 4 – previsto per le società non quotate –, a condizione, però, che l'applicazione di detti criteri conduca ad un valore di rimborso delle azioni non inferiore a quello che deriverebbe utilizzando il modello legale previsto per le società quotate.

In definitiva, l'attuale disciplina contempla tre criteri di determinazione del valore di rimborso delle azioni: *i*) un criterio legale, di cui al comma 2 (per le società non quotate) e al comma 3 (per le società quotate); *ii*) un criterio convenzionale, di cui al comma 4; *iii*) un criterio equitativo fondato sull'*arbitrium boni viri* di un esperto nominato dal tribunale, in caso di contestazioni (ultimo comma).

2. I criteri legali di valutazione delle azioni

2.1. La valutazione di azioni di società non quotate

L'art. 2437-ter, comma 2, c.c. dispone 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*».

Come in precedenza anticipato, il criterio legale per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni da riconoscersi al socio in caso di recesso non è più ancorato a valori storici e statici quali quelli (prudenziali) del bilancio d'esercizio, ma al valore economico della società, da determinarsi secondo i tre metodi richiamati, patrimoniale⁴, reddituale⁵ e di mercato⁶. Ciò al fine di

⁴Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore corrente del patrimonio netto dell'azienda, in funzione del suo patrimonio, nelle sue componenti attive e passive, alla data di riferimento.

In altre parole, l'utilizzo del metodo patrimoniale consiste nell'effettuare una "fotografia aggiornata" del valore di un'azienda, rettificando i valori contabili delle attività e delle passività, in modo tale che siano rappresentativi del valore corrente.

⁵Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda in funzione della capacità della stessa di generare reddito. Il valore dell'impresa è, quindi, dato dall'attualizzazione dei redditi pre-

ottenere un valore rimborso delle azioni per le quali il recesso è esercitato che più approssima il valore reale o di mercato della quota di patrimonio netto appartenente alla partecipazione del socio recedente⁷.

Peraltro, dottrina ritiene che i tre criteri di valutazione richiamati non sono fra loro alternativi, né vi è un rapporto gerarchico: essi sono elementi di giudizio, di cui l'organo amministrativo deve tener conto, attraverso un'adeguata "ponderazione" in funzione delle caratteristiche dell'impresa e delle specificità del caso concreto⁸.

Sul punto, la Relazione ministeriale al d.lgs. n. 6/2003 pare offrire alcuni chiarimenti allorché assegna al metodo reddituale una funzione "correttiva" rispetto al metodo patrimoniale; in detta Relazione, al par. 9, espressamente si legge che «per l'ipotesi che nulla lo statuto preveda si è fatto riferimento alla "consistenza patrimoniale", volendo così indicare la non vincolatività dei dati contabili, ed alle "prospettive reddituali" come elemento correttivo della situazione patrimoniale». Naturalmente la possibilità di applicare il criterio reddituale presuppone la presenza di una società attiva e in funzionamento, mentre l'indice reddituale non sarebbe percorribile in caso di entità in liquidazione.

Il valore di mercato si configura invece come criterio eventuale e residuale, di non facile individuazione, atteso che potrà ragionevolmente essere adottato solo per le società con una certa circolazione del capitale⁹.

visti per i singoli esercizi appartenenti al periodo di proiezione, più (eventualmente) un valore terminale che rispecchia i redditi che l'impresa produrrà nel periodo che va dalla fine dell'orizzonte temporale all'infinito. Pertanto, il patrimonio aziendale è considerato non come mero aggregato di elementi autonomi e separati, ma come complesso economico in funzionamento.

⁶ Il metodo basato sul valore di mercato prende in considerazione l'andamento effettivo del mercato della società il cui valore si intende valutare; tale metodo può altresì fondarsi sulle c.d. "valutazioni relative", che utilizzano multipli o moltiplicatori di mercato rappresentanti le *performance* aziendali in valori del capitale economico.

⁷ Per approfondimenti si rinvia a M. STELLA RICHTER jr., *Il recesso dalla società per azioni*, cit., 1171 s.

⁸ S. CAPPIELLO, *ibidem*.

⁹ In tal senso: M. CALLEGARI, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, G. Cottino e G. Bonfante, O. CAGNASSO-P. MONTALENTI (diretto da), Torino, 2004, 1424. in senso contrario, D. GALLETTI, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*, Vol. 2, A.M. ALBERTI (a cura di), Padova, 2005, 1579: «Tale canone [n.d.r. il valore di mercato] sembra da intendere non già come rivolto a mettere a fuoco i soli casi delle società con titoli negoziati di cui all'art. 2325 bis c.c.; [...] ma la considerazione del valore di mercato, ai fini del recesso, può riguardare anche l'esistenza di un mercato secondario dotato di minore spessore; addirittura sembra che il valutatore possa prendere in considerazione prezzi estrapolati dalla vendita di partecipazioni diverse, se comparabili negli elementi essenziali; in sostanza l'"eventualità" del valore di

Alla luce di quanto detto, pare quindi che il processo valutativo affidato agli amministratori debba tener conto di entrambi i criteri legali, patrimoniale e reddituale, i cui risultati non possono essere assunti *stand alone*, ma devono essere utilizzati per pervenire ad un giudizio complesso, che trova nell'avviamento l'anello di congiunzione (al proposito, v. *infra*). Inoltre, nell'eventualità che gli amministratori abbiano a disposizione il valore di mercato, essi sono tenuti a tenerne conto.

2.2. La valutazione di azioni in società quotate

A norma dell'art. 2437-ter, comma 3, primo alinea, c.c., «*il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo 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*»¹⁰. La ratio della norma, che espressamente individua, per le società di capitali quotate, il momento al quale riferire la valutazione, sembra essere quella di tutelare il socio recedente da eventuali deprezzamenti della quotazione del titolo azionario registrati in conseguenza dell'operazione societaria che ha determinato l'*exit* del socio¹¹; parimenti, la tutela del socio è da intendersi anche da eventuali comportamenti opportunistici della maggioranza, che, con manovre speculative, deprimono il prezzo del titolo, incidendo negativamente sul valore di liquidazione¹².

Tuttavia, il ricorso ai prezzi di chiusura del semestre che precede la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso può apparire non percorribile ed estremamente deleterio per la società allorquando quest'ultima abbia subito gravose perdite all'interno del semestre: la determinazione del valore di rimborso delle azioni sulla base dei prezzi del titolo azionario rischierebbe, infatti, di compromettere ulteriormente la stabilità della società.

A tale circostanza sembra sopperire il secondo alinea del comma 3 dell'art. 2347-ter – introdotto dal d.l. n. 91/2014 – che riconosce la possibilità che lo statuto possa «*prevedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo*

mercato sarà una peculiarità soprattutto di quelle società difficilmente valutabili, per la specificità degli investimenti operati, e le cui quote difficilmente vengono negoziate, soprattutto nelle fasi iniziali ed immediatamente successive a quelle di start up (venture capital, high tech)».

¹⁰ Sul punto si veda M. STELLA RICHTER jr., *Il recesso dalla società per azioni*, cit., 1170.

¹¹ S. CAPIELLO, *op. cit.*, 1367.

¹² D. GALLETI, *ivi*, 1583.

i criteri indicati dai commi 2 [n.d.r. secondo i criteri legali previsti per le società non quotate] e 4 [n.d.r. secondo criteri diversi espressamente previsti nello statuto] del presente articolo», fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio legale previsto.

3. I criteri statuari di valutazione delle azioni

L'art. 2437-ter, al comma 4, dispone che «*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*»¹³.

L'applicazione della disposizione in parola, precedentemente prevista solo per le società di capitali non quotate, in forza del d.l. n. 91/2014 è ora estesa anche alle società quotate.

Parte della dottrina ritiene che la norma ponga dei limiti all'autonomia statutaria e alla discrezionalità degli amministratori, in quanto richiederebbe l'adozione di criteri di valutazione che tengano conto, in ogni caso, dei valori di bilancio, integrati – se il caso di specie lo richiede – da ulteriori elementi suscettibili di valutazione, come ad esempio l'avviamento¹⁴ (per tale aspetto, si veda *infra*); altra parte della dottrina ritiene, invece, che il richiamo agli «*elementi dell'attivo e del passivo del bilancio*» non abbia carattere esaustivo, bensì solo esemplificativo¹⁵.

La deroga al modello legale di valutazione deve essere finalizzata a garantire la migliore aderenza della stima alla realtà concreta. Del resto, essa troverebbe un limite, nelle ipotesi di recesso di cui all'art. 2437, comma 1, c.c. (ipotesi di recesso inderogabili), nel comma 6 del medesimo articolo, che espressamente prevede la nullità di «*ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso*». Pertanto, sarebbe nullo il criterio

¹³ Per approfondimenti si rinvia a M. STELLA RICHTER jr., *Il recesso dalla società per azioni*, cit., 1173 ss.

¹⁴ In tal senso: P.M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Rivista delle società*, 2005, 459; R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 923.

¹⁵ Si veda: M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Rivista delle società*, 2005, 309.

statutario, che, rispetto all'applicazione dei criteri legali, condurrebbe a valori palesemente penalizzanti per il socio recedente¹⁶. L'art. 2437-ter c.c. prevede una siffatta tutela solo per le società quotate (v. *supra*), mentre nulla dispone in ordine alle società non quotate.

4. Il diritto di informazione del socio e il criterio equitativo in caso di contestazioni

La norma riconosce in capo ai soci un diritto di informazione in ordine alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni da parte dell'organo amministrativo (comma 5). In particolare, i soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore di rimborso nei quindici giorni precedenti l'assemblea che legittima il recesso e di «prenderne visione e di ottenerne copia a proprie spese». Il socio ha, pertanto, diritto di conoscere non solo la valutazione finale, ma anche il procedimento di determinazione e i criteri utilizzati, con evidente obbligo degli amministratori di predisporre una relazione *ad hoc* in un'ottica preventiva rispetto all'adunanza dell'assemblea. La mancata informativa dovuta ai soci comporta un difetto di procedimento della deliberazione che sarà annullabile¹⁷ ai sensi dell'art. 2377 c.c.

L'ultimo comma dell'art. 2437-ter disciplina il caso dell'eventuale contestazione da parte del socio della valutazione compiuta dagli amministratori, prevedendo un procedimento *ad hoc*. La contestazione deve essere mossa dal socio recedente contestualmente alla dichiarazione di recesso e la determinazione del valore di liquidazione è rimessa ad un esperto nominato dal tribunale, che provvederà con una relazione giurata entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso. La nomina avviene su istanza della parte più diligente, quindi sia del socio sia degli amministratori. La norma richiama l'art. 1349, comma 1, c.c.: l'esperto dovrà pertanto provvedere con “*equo apprezzamento*” e, nel solo caso di valutazione “*manifestamente iniqua o erronea*”, la determinazione è rimessa al giudice.

Fatta tale premessa, ci si deve chiedere se l'esperto nominato possa, qualora lo ritenesse opportuno, applicare criteri diversi da quello legale o statutario, se previsto. Sul punto, dottrina ritiene che l'intervento del professionista “arbi-

¹⁶ In tal senso: M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2004, 389. In senso contrario: S. CARMIGNANI, *Commento all'art. 2437*, in AA.VV., *La riforma delle società*, M. Sandulli-V. Santoro (a cura di), Torino, 2003, 891, secondo cui l'autonomia statutaria è assoluta.

¹⁷ Trib. Milano, 30 aprile 2008.

tro” non legittima una sostituzione di quest’ultimo al legislatore o ai soci che, nello statuto, hanno comunque espresso la loro volontà; all’esperto è richiesto esclusivamente la corretta applicazione del metodo di valutazione (normativamente o convenzionalmente) già previsto¹⁸.

Infine, pare opportuno domandarsi se il diritto del socio alla preventiva conoscenza del valore di liquidazione e il procedimento di contestazione della stima possano ritenersi applicabili anche nelle fattispecie in cui il recesso interviene per un fatto diverso da una specifica delibera assembleare, atteso che i commi 4 e 5 dell’art. 2437-ter si riferiscono alle sole fattispecie di recesso conseguente a deliberazione. Ancorché la norma nulla dispone, si ritiene che il dovere di diligenza che governa l’operato degli amministratori debba indurre questi ultimi alla predisposizione, senza indugio, della stima del valore delle azioni ai sensi dell’art. 2437-ter nel momento in cui essi vengano a conoscenza del fatto che legittima il recesso. In ogni caso, qualora tale soluzione non sia praticabile, è possibile che il socio – che intende esercitare il recesso – indirizzi alla società una richiesta di determinazione del valore delle azioni, motivata dall’interesse a recedere, cosicché egli possa contestarlo in caso di disaccordo¹⁹.

5. Il momento al quale riferire la valutazione e la permanenza dell’obbligo di redigere un apposito bilancio

Ulteriore questione che si ritiene debba essere affrontata concerne l’individuazione del momento al quale la valutazione deve essere riferita. Come ormai noto, la nuova disciplina del recesso nelle società per azioni non quotate non fa più riferimento al bilancio dell’ultimo esercizio e non fornisce chiarimenti circa la data di riferimento della valutazione, prevedendo solo, al comma 5, il diritto dei soci di conoscere il valore di rimborso delle azioni almeno quindici giorni prima della data dell’assemblea che legittimerebbe l’*exit* del socio. In assenza di un riferimento temporale, si ritiene che la valutazione debba prendere a riferimento una data il quanto più vicina possibile alla sua comunicazione, garantendo altresì una maggiore aderenza della stima dell’effettivo valore delle azioni al momento del recesso, fermo restando la possibilità di prevedere nello statuto clausole *ad hoc*, sempre nel rispetto del diritto di

¹⁸ M. STELLA RICHTER, *ivi*, 400.

¹⁹ In tal senso: A. PACIELLO, *Commento agli artt. 2437-2437-sexies*, in AA.VV., *Società di capitali, Commentario*, A. Stagno d’Alcontres (a cura di), Napoli, 2004, 1105 ss.

preventiva informazione e della necessità di pervenire ad una stima quanto più attuale possibile.

Ulteriore precisazione si richiede nei casi in cui il recesso avvenga per causa diversa da una delibera assembleare. Si ritiene, al proposito, che il momento di riferimento della valutazione debba essere approssimato a quello nel quale si è verificato il presupposto e non quando quest'ultimo è conosciuto o conoscibile ai soci: in tale ultimo caso, i soci potrebbero venire a conoscenza del fatto in tempi diversi o potrebbero emergere comportamenti abusivi – degli stessi soci o della società – volti a ritardare il momento nel quale il fatto legittimante il recesso si possa ritenere conosciuto o conoscibile al fine di sfruttare eventuali oscillazioni del valore delle azioni.

Infine, è indiscutibile che punto di partenza per la valutazione è il bilancio d'esercizio, strumento imprescindibile per la stima patrimoniale, reddituale o mista. Al proposito, si ritiene che gli amministratori debbano redigere una situazione patrimoniale aggiornata alla data di riferimento della valutazione. Si tratta di un bilancio infrannuale "straordinario", che, sotto alcuni aspetti si discosta dall'ordinario bilancio d'esercizio, in quanto: *i*) dovrà necessariamente tener conto di tutte le attività (es., gli *intangibles* come l'avviamento) e le passività che, in virtù della corretta applicazione dei principi contabili, non trovano collocazione nel bilancio civilistico (es. le passività potenziali la cui manifestazione è solo possibile); *ii*) gli elementi dell'attivo e del passivo saranno esposti al loro valore corrente e non al costo storico.

Inoltre, gli amministratori, nell'esercizio della loro discrezionalità tecnica, nella valutazione loro demandata non potranno affidarsi a criteri "innominati", ancorché generalmente accettati dalla prassi aziendalistica; strumento utile che – si ritiene – possa supportare l'organo amministrativo è rappresentato dai Principi Italiani di Valutazione (PIV), emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione nel 2016, ai quali – alla stregua dei Principi contabili elaborati dall'Organismo Italiano di Contabilità – può essere riconosciuta una funzione interpretativa e integrativa della norma di legge, attesa la loro generale accettazione.

6. I metodi di valutazione adottabili

Come esposto, l'art. 2437-ter, comma 2, richiama per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni tre elementi: la consistenza patrimoniale, le prospettive reddituali e il valore di mercato. Al fine di dare significato ai tre elementi di giudizio indicati, si rende necessario fare affidamento sulla prassi valutativa, che fonda la valutazione: *i*) sull'informativa patrimoniale

(metodi patrimoniali semplici e complessi); *ii*) sulla capacità prospettica di produrre reddito (metodi reddituali); *iii*) sulle valutazioni comparative di mercato che utilizzano determinati moltiplicatori (metodi dei multipli).

Il primo termine legale di riferimento del procedimento valutativo è rappresentato dalla «*consistenza patrimoniale*», che evoca i metodi di valutazione dell'azienda di tipo patrimoniale, con i quali il valore economico dell'azienda è determinato partendo dalle attività e passività contabili, opportunamente rettificata al fine di determinarne il valore corrente. Per le ragioni esposte nel precedente paragrafo, ai fini della valutazione della consistenza patrimoniale di una società, apparirebbe opportuno che la stima tenesse conto anche dei cd. *intangibles* non iscritti in bilancio (*i.e. know-how*, segreti industriali, ecc.), mediante il ricorso ai cd. metodi patrimoniali complessi.

Il secondo termine legale di riferimento del procedimento valutativo – rappresentato dalle «*prospettive reddituali*» – richiama l'applicazione dei metodi cd. reddituali, che si basano sull'attualizzazione, secondo determinate ipotesi, di un flusso di redditi (che si prevede la società sia in grado di realizzare) normalizzati. Le tecniche per stimare i redditi futuri sono diverse: alcune si basano su dati storici (es. il metodo della cd. “proiezione di risultati storici”), opportunamente depurati dalle componenti straordinarie; altre tengono maggiormente conto del possibile accrescimento nel tempo delle dimensioni e del volume di attività e di reddito dell'impresa (metodo delle “prospettive di crescita”) o di nuove strategie, operazioni straordinarie, e specifici progetti che modificano la struttura aziendale esistente (metodo “delle opzioni innovative”). Con riferimento alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni, apparirebbe non utilizzabile, almeno in alcune circostanze, l'ultimo metodo citato, in quanto esporrebbe il socio recedente agli effetti (positivi o negativi) proprio di quelle operazioni societarie che hanno determinato l'esercizio dell'*exit* (es. operazioni di fusione o scissione che comportino modifiche dell'oggetto sociale). In altre parole, il socio uscente né potrebbe beneficiare, né potrebbe essere pregiudicato dagli effetti potenzialmente derivanti dall'operazione dalla quale, tramite l'esercizio del recesso, si è dissociato²⁰.

Al proposito, la dottrina si è nel tempo interrogata se l'applicazione dell'art. 2437-ter, comma 2, c.c., nella parte in cui richiama le «*prospettive reddituali*», richieda di tener conto anche dell'avviamento²¹. Come in precedenza

²⁰ Si veda: Cass., 26 agosto 2004, n. 17012.

²¹ La Relazione al d.lgs. n. 6/2003, infatti, parla di avviamento solo con riferimento ai criteri di valutazione statutari: qualora si decidesse di far ricorso a questi ultimi, «*potrà tenersi conto, se statutariamente indicato, anche, ad esempio, dell'avviamento*».

riferito, la Relazione al d.lgs. n. 6/2003 chiarisce che le prospettive reddituali devono essere prese in considerazione al fine di correggere la stima effettuata con i metodi patrimoniali; dal punto di vista economico-aziendalistico, l'avviamento è rappresentativo del plusvalore (o minusvalore) dell'azienda, ossia della capacità di quest'ultima di produrre o meno, nel futuro, redditi (cd. rispettivamente *goodwill* o *badwill*); per tali ragioni, nella prassi valutativa l'avviamento è elemento idoneo a rettificare una stima dell'azienda basata sulla mera sommatoria di valori patrimoniali, ancorché rettificati per tener conto del loro valore corrente (cd. metodo misto patrimoniale-reddituale). In altri termini, come miglior dottrina sostiene, l'avviamento è l'«*elemento maggiormente idoneo a riflettere la capacità reddituale dell'impresa, sostanzandosi anzi in esso*»²² e altro non rappresenta che l'attitudine di un'azienda «*a consentire la realizzazione di un profitto*»²³. In conclusione, nella valorizzazione delle prospettive reddituali – quindi nell'applicazione dei criteri legali – si potrà e dovrà tener conto anche dell'avviamento.

Ora, come si è avuto modo di anticipare, il legislatore, anche in base a quanto esplicitamente previsto nella Relazione illustrativa (v. *supra*), suggerisce di fatto il ricorso ad un metodo di valutazione “misto”, basato sulla stima del valore corrente degli elementi patrimoniali e sulla capacità dell'azienda di generare redditi futuri. Spetta agli amministratori un'adeguata ponderazione dei due metodi in funzione delle caratteristiche dell'impresa.

Infine, il legislatore impone di tener conto anche dell'eventuale «*valore di mercato*» delle azioni. Anche in questo caso, è demandato agli amministratori di ponderare quest'ulteriore elemento sulla base della sua significatività.

Inoltre, sebbene il tenore letterale della disposizione sembra fare riferimento al mero valore di mercato delle azioni oggetto del recesso, non è da escludere l'utilizzo dei cd. “prezzi comparabili” – riferiti ad azioni comparabili emesse da società diverse – anche solo come strumento di controllo della correttezza della stima a cui gli amministratori sono pervenuti.

²² S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in AA.VV., *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, C. Montagnini (a cura di), Milano, 2004, 125.

²³ G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, 1, *Diritto dell'impresa*, IX ed., Torino, 2015, 140.

7. L'utilizzo di sconti o premi nella determinazione del valore di liquidazione

Esaminati i diversi metodi di valutazione adottabili, resta in ultimo da chiedersi se, nella determinazione del valore di liquidazione delle azioni, gli amministratori possano o debbano tener conto anche di eventuali “premi” o “sconti”, riflesso della singola quota di capitale sociale rispetto agli assetti proprietari della società emittente, ossia – in altri termini – dell'importanza e del ruolo (strategico o meno) del pacchetto azionario per il quale il recesso viene esercitato. Sul punto, la dottrina non pare essere univoca: alcuni autori ritengono percorribile la rettifica della valutazione che tenga conto di maggiorazioni o sconti a seconda della caratteristica del pacchetto azionario²⁴; altri – al contrario – sostengono che la liquidazione possa avvenire esclusivamente mediante mera moltiplicazione del valore (di rimborso) unitario per il numero delle azioni²⁵.

A far propendere per la seconda soluzione dottrinale è, innanzitutto, il tenore letterale dell'art. 2437-ter c.c., nonché dell'intera disciplina del recesso, che parla espressamente di “azioni” o anche al singolare di “azione”²⁶, mancando ogni richiamo alla “partecipazione sociale”.

Inoltre, l'art. 2437-*quater* c.c., nel disciplinare la procedura di liquidazione delle azioni del socio recedente, prevede un procedimento nel quale primariamente si tenta la cessione delle azioni del recedente ai soci restanti o ai terzi e solo in subordine, in caso di esito negativo, l'acquisto da parte della società o la riduzione del capitale sociale. La previsione di “premi” (di maggioranza) o di “sconti” (di minoranza) renderebbe difficoltoso il procedimento stesso di liquidazione, atteso che la previsione dei primi disincentiverebbe l'acquisto da parte dei soci o dei terzi e la previsione dei secondi presterebbe il fianco ad eventuali comportamenti abusivi della maggioranza che, dopo aver acquistato dal socio le azioni gravate da uno sconto, ben potrebbe successivamente liquidare la società e ottenere un valore più elevato.

²⁴ M. CALLEGARI, *op. cit.*, 1424 ss.: «Il ricorso al valore di mercato [...] offre spazio ad un'ampia discrezionalità nella determinazione, atteso che si potrebbe tenere conto anche delle maggiorazioni che i titoli presentano a seconda delle consistenze del pacchetto azionario».

²⁵ G. DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 335, il quale lascia intendere che una maggiorazione può essere prevista solo in caso di cessione delle quote a terzi.

²⁶ Si veda art. 2437, comma 1, lett. f), c.c.