



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

Percorsi di diritto societario

Il recesso del socio.

Dr. Alessandro Savorana

18 novembre 2015

Principio

Delega al Governo per la riforma del diritto societario
(Legge 3 ottobre 2001, n. 366)

Società per azioni - art. 4, 9° comma lett d)

*«rivedere la disciplina del recesso, prevedendo che lo statuto possa introdurre ulteriori fattispecie di recesso a tutela del socio dissenziente, anche per il caso di proroga della durata della società; individuare in proposito criteri di calcolo del valore di rimborso adeguati alla tutela del recedente, **salvaguardando in ogni caso l'integrità del capitale sociale e gli interessi dei creditori sociali.**»*



Principio

Delega al Governo per la riforma del diritto societario
(Legge 3 ottobre 2001, n. 366)

Società a responsabilità limitata - art. 3, 2° comma lett f)

*«ampliare l'autonomia statutaria con riferimento alla disciplina del contenuto e del trasferimento della partecipazione sociale, nonché del **recesso**, **salvaguardando in ogni caso il principio di tutela dell'integrità del capitale sociale e gli interessi dei creditori sociali**; prevedere, comunque, la nullità delle clausole di intrasferibilità non collegate alla possibilità di esercizio del recesso;»*



Principio

Il recesso (exit) è un diritto del socio.

Principio generale: il socio non può essere “**prigioniero**” della società, per cui non sono ammessi vincoli perpetui di carattere obbligatorio o contrattuale che ne limitino l’esercizio.

Il valore di liquidazione o di rimborso della partecipazione non può essere commisurato al mero patrimonio netto contabile, ma ad un valore desunto da elementi patrimoniali/redditali ovvero di mercato, ad una data prossima all’esercizio del recesso.



Società per azioni – Cause – art. 2437 C.C.

Cause inderogabili (1 comma):

- Modifica dell'oggetto sociale quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;
- Trasformazione della società;
- Trasferimento della sede all'estero;
- Revoca dello stato di liquidazione;
- Eliminazione di una o più cause recesso previste dal comma 2 ovvero dallo statuto;
- Modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;
- Le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione.

E' nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso (6 comma)

Società per azioni – Cause – art. 2437 C.C.

Cause derogabili (2 comma):

Proroga del termine;

Introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari.

Recesso “ad nutum” (3 comma):

Se la società è contratta a tempo indeterminato e le azioni **non** sono quotate, recesso con preavviso di almeno 180 gg. Lo statuto può elevare il preavviso fino ad un anno

Cause ulteriori o volontarie (4° comma):

Per le società che **non** fanno ricorso al mercato di capitale di rischio, lo statuto può prevedere ulteriori cause di recesso.



Società per azioni – Altre Cause –

Sono poi previste **altre** Cause che legittimano il recesso del socio:

- quella prevista dall'art. 2437-quinquies, c.c. che consente il diritto di recedere ai soci che, proprietari di azioni quotate sui mercati regolamentati, non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione;
- quando il socio detenga una partecipazione in una società soggetta ad attività di direzione e coordinamento (controllata), in virtù del combinato disposto del 5° comma dell'art. 2437 c.c. e dell'art. 2497 – quater c.c.;
- in presenza di clausole statutarie che subordinano il trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci, ipotesi prevista dal 2° comma dell'art. 2355-bis c.c., che in alternativa prevede l'acquisto delle azioni a carico della società o degli altri soci;
- ai sensi dell'art. 34 del d.lgs. n. 5 del 2003, sui procedimenti in materia societaria e d'intermediazione finanziaria. Questa norma attribuisce il diritto di recesso ai soci assenti o dissenzienti, in caso d'introduzione o soppressione di clausole compromissorie nello statuto (termine 90 giorni).



Società per azioni – Altre Cause –

2355-bis. *(Limiti alla circolazione delle azioni).*

- 1 *Nel caso di azioni nominative ed in quello di mancata emissione dei titoli azionari, lo statuto può sottoporre a **particolari condizioni** il loro trasferimento e può, per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto, **vietarne il trasferimento.***
- 2 *Le clausole dello statuto che subordinano il trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci sono inefficaci se non prevedono, a carico della società o degli altri soci, un obbligo di acquisto oppure il diritto di recesso dell'alienante; resta ferma l'applicazione dell'articolo 2357. Il corrispettivo dell'acquisto o rispettivamente la quota di liquidazione sono determinati secondo le modalità e nella misura previste dall'articolo 2437-ter.*
- 3 *La disposizione del precedente comma si applica in ogni ipotesi di clausole che sottopongono a particolari condizioni il trasferimento a causa di morte delle azioni, salvo che sia previsto il gradimento e questo sia concesso.*
- 4 *Le limitazioni al trasferimento delle azioni devono risultare dal titolo.*



Società per azioni – 2437 cc – Diritto

Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso all'approvazione delle delibere indicate all'art. 2437 c.c., e precisamente i soci:

- assenti
- dissenzienti
- astenuti (rif. l'art. 2377 c.c. nella sua nuova formulazione, che consente espressamente agli astenuti anche le impugnative di bilancio, “formalizzando” - di fatto - gli ultimi orientamenti della giurisprudenza).



Società per azioni – 2437 cc – Diritto

Esiste però uno scollamento normativo a questa regola che è contenuta nell'art. 34 del d.lgs. n. 5 del 2003, Questa norma attribuisce il diritto di recesso, in caso d'introduzione o soppressione di clausole compromissorie nello statuto, solo ai soci dissenzienti o assenti, **senza considerare gli astenuti** (o i privi di voto).

Tale esclusione non appare giustificata da una diversa ratio della norma rispetto alla previsione del codice civile e sembra essere un difetto di coordinamento tra le norme sostanziali di diritto societario e le norme processuali, contenute nei d.lgs. nn. 5 e 6 del 2003. La questione, in assenza di un intervento correttivo, potrebbe essere tuttavia superata in via interpretativa.



S.p.A. – 2437 bis cc – Termini e modalità di esercizio

Il diritto di recesso è esercitato mediante lettera raccomandata nella quale il socio dovrà indicare:

- le proprie generalità;
- il domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento;
- il numero e la categoria delle azioni per le quali il diritto di recesso viene esercitato.

La raccomandata deve essere spedita alla società:

- entro 15 giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera che lo legittima;
- ovvero, se il fatto che legittima il recesso è diverso da una deliberazione, entro 30 giorni dalla conoscenza del fatto stesso da parte del socio.

I termini sono perentori, operandosi una prescrizione assoluta nel caso in cui il socio non comunichi alla società l'intenzione di recedere nei tempi prescritti prescritta dalla norma.



S.p.A. – 2437 bis cc – Termini e modalità di esercizio

Le azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso non possono essere cedute e devono essere depositate presso la sede sociale.

La norma non specifica quando le azioni devono essere depositate, ma il socio avrà tutto l'interesse a consegnarle quanto prima. Non ritengo che il mancato deposito delle azioni privi il socio del diritto di recesso, una volta ritualmente comunicato alla società; al limite la procedura di liquidazione, prevista dall'art. 2437-quater c.c. potrà essere sospesa.

Il 3° comma dell'art. 2437-bis c.c. recita, infine, che il recesso non può essere esercitato e, se già esercitato, è privo di efficacia se, entro novanta giorni, la società revoca la delibera che lo legittima ovvero se è deliberato lo scioglimento della società.



S.p.A. – 2437 bis cc – Termini e modalità di esercizio

La dichiarazione di recesso è da sempre considerata *un atto unilaterale recettizio*: il socio perde il suo status e, di conseguenza, la legittimazione ad esercitare i diritti sociali, divenendo creditore della società per la liquidazione della quota (Trib. Napoli 11.01.2011)

Entro novanta giorni dal ricevimento della comunicazione la società può revocare la deliberazione che legittimava il recesso ovvero deliberare lo scioglimento.

Decorsi i predetti 90 giorni, il socio diventa ad ogni effetto automaticamente titolare di un diritto di credito per il rimborso delle sue azioni.



S.p.A. – 2437 *quater* cc – Procedimento di liquidazione

1. Offerta in opzione delle azioni del socio recedente agli altri soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili, il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio. Chi esercita il diritto di opzione, purché ne faccia contestuale richiesta, ha diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni inoptate. (l'offerta è depositata presso il reg. imprese entro 15 gg dalla determinazione definitiva del valore di liquidazione. 30 giorni il termine per l'esercizio);
2. Collocamento dell'inoptato a terzi;
3. In caso di mancato collocamento, entro 180 gg. le azioni vengono rimborsate mediante acquisto della società utilizzando le riserve disponibili, anche in deroga all'art. 2357, 3° comma;
4. In assenza di riserve, convocazione assemblea straordinaria per delibera riduzione capitale sociale o scioglimento società.



S.r.l. – Cause – art. 2473 C.C.

Cause inderogabili:

Cambiamento dell'oggetto sociale;

Cambiamento (Trasformazione) della società;

Fusione o scissione;

Trasferimento della sede all'estero;

Revoca dello stato di liquidazione;

Compimento di operazioni che comportano una sostanziale modifica dell'oggetto sociale;

Rilevante modifica dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'articolo 2468, 4° comma (attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili).



S.r.l. – Cause – art. 2473 C.C.

Recesso “*ad nutum*”:

nel caso di società contratta a tempo indeterminato il diritto di recesso compete al socio in ogni momento e può essere esercitato con un preavviso di almeno sei mesi; l'atto costitutivo può comunque derogarvi e prevedere un periodo di preavviso di durata maggiore purché non superiore ad un anno (2° comma dell'art. 2473 c.c.)



S.r.l. – Altre Cause – art. 2473 C.C.

Cause di recesso, *necessarie ed ineliminabili*, previste espressamente dalla normativa in materia di S.r.l.:

- quando il socio detenga una partecipazione in una società soggetta ad attività di direzione e coordinamento (controllata), in virtù del combinato disposto del 1° comma, ultimo periodo, dell'art. 2473 c.c. e dell'art. 2497- quater c.c.;
- in caso di aumento di capitale, attuato mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi, secondo quanto previsto dal 2° periodo, 1° comma, dell'art. 2481-bis c.c.;
- a mente dell'art. 2469 c.c., secondo comma, qualora l'atto costitutivo preveda l'intrasferibilità delle partecipazioni o ne subordini il trasferimento al gradimento di organi sociali, di soci o di terzi senza prevederne condizioni e limiti, ovvero ponga condizioni o limiti che nel caso concreto impediscono il trasferimento a causa di morte. In questi casi l'atto costitutivo può stabilire un termine, non superiore a due anni dalla costituzione della società o dalla sottoscrizione della partecipazione, prima del quale il recesso non può essere esercitato.



S.r.l. – Particolare –

Il recesso, salvo diversa previsione statutaria, non è invece consentito nei casi di:

- proroga del termine;
- eliminazione di una o più cause recesso, diverse da quelle inderogabili, introdotte nello statuto;
- modifica dei criteri di determinazione del valore della quota in caso di recesso;
- introduzione o rimozione di vincoli al trasferimento della partecipazione;

Segnalo, che nell'istituto del recesso per le S.r.l. manca una identica norma di salvaguardia quale quella disposta per le S.p.A. dal 6° comma dell'art. 2437 c.c., che sancisce la nullità di patti volti ad escludere o rendere più gravoso il diritto di recesso.



S.r.l. – 2473 cc – Diritto

L'atto costitutivo determina quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità.

In ogni caso, il diritto di recesso compete ai soci che non hanno consentito alle deliberazioni od operazioni previste quale cause inderogabili.

I soci che recedono dalla società hanno diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione del patrimonio sociale. Pertanto, il diritto di recesso può essere esercitato soltanto per l'intera partecipazione posseduta.

Il mancato richiamo e inciso del novellato articolo 2347, unitamente al dettato normativo previsto dal comma 3° dell'art. 2473 (...*rimborso della propria partecipazione*..), porta dunque alla conseguenza che il socio non potrà scegliere di ridurre la propria partecipazione, dovendo esercitare il diritto per tutte le quote possedute.

È però ammissibile una clausola statutaria che ammette il recesso parziale perché migliorativa dei diritti del recedente (Triveneto, massima I.h.11)



S.r.l. – 2473 cc – Termini e modalità di esercizio

Le modalità del recesso, specificatamente attinenti alle fasi procedurali all'esercizio del diritto alla determinazione della quota e sua liquidazione, dovranno essere previste in statuto.

L'ultimo comma dell'art. 2473 c.c. recita che “.....*il recesso non può essere esercitato e, se già esercitato è privo di efficacia, se la società revoca la delibera che lo legittima ovvero è deliberato lo scioglimento della società*” senza però fissare un termine, diversamente dalle S.p.A., entro il quale la delibera di revoca o di scioglimento debba essere adottata.



S.r.l. – 2473 cc – Procedimento di liquidazione

Il 4° comma dell'art. 2473 dispone che il rimborso della partecipazione deve essere eseguito entro 180 giorni dalla comunicazione di recesso fatta alla società. La procedura di rimborso può avvenire:

- mediante acquisto da parte degli altri soci proporzionalmente alle loro partecipazioni, consentendo implicitamente un diritto di opzione/prelazione;
- da parte di un terzo concordemente individuato da soci medesimi.
- qualora ciò non avvenga, il rimborso è effettuato utilizzando riserve disponibili o in mancanza corrispondentemente riducendo il capitale sociale; in quest'ultimo caso si applica l'articolo 2482 e qualora, sulla base di esso, non risulti possibile il rimborso della partecipazione del socio receduto, la società verrà posta in liquidazione.



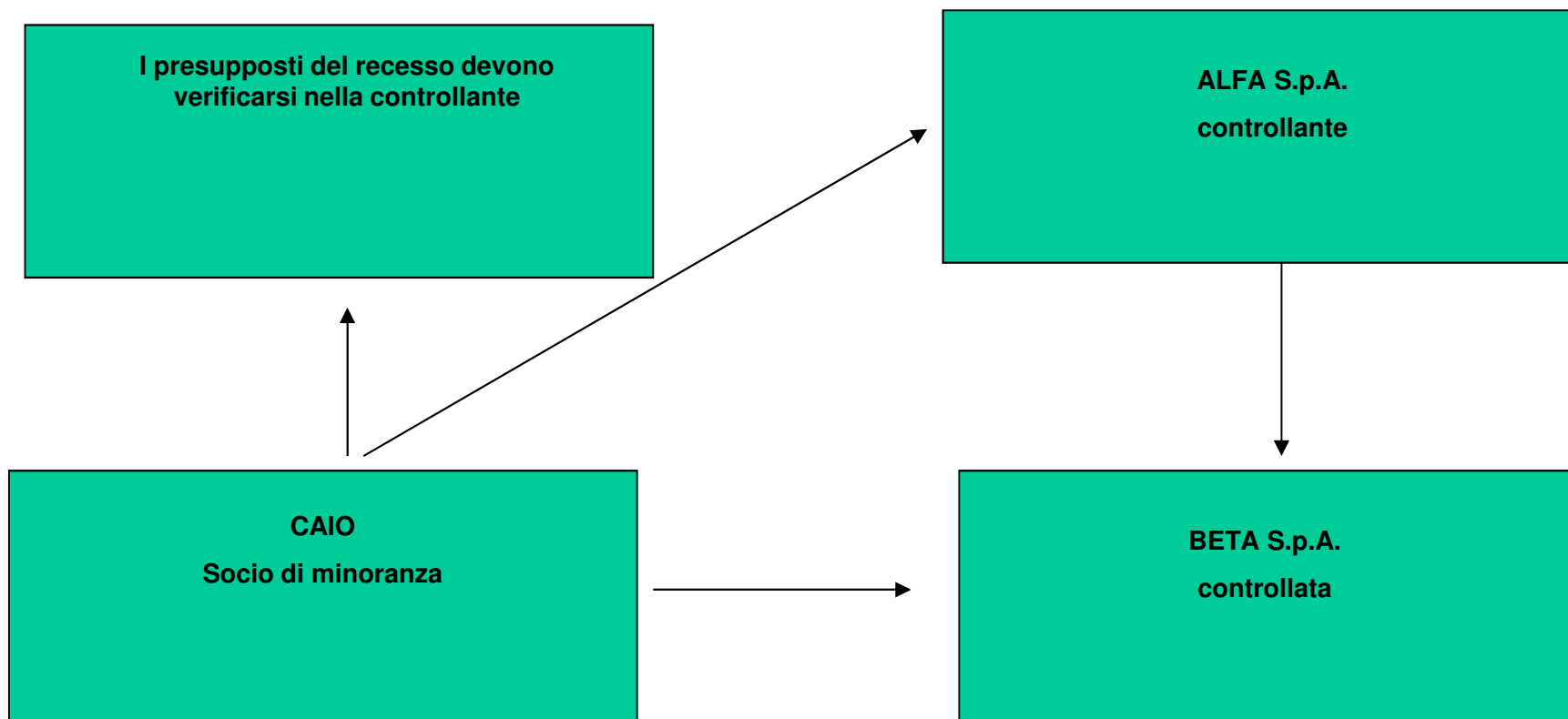
Direzione e coordinamento – 2497 quater cc – Cause

Il socio di società soggetta a direzione e coordinamento può recedere:

- quando la società o l'ente che esercita attività di direzione e coordinamento ha deliberato una trasformazione che implica il mutamento del suo scopo sociale, ovvero ha deliberato una modifica del suo oggetto sociale consentendo l'esercizio di attività che alterano le condizioni di rischio dell'investimento;
- quando a favore del socio sia stata pronunciata, con decisione esecutiva, condanna di chi esercita attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'articolo 2497 c.c.; in tal caso il diritto di recesso può essere esercitato soltanto per l'intera partecipazione del socio;
- all'inizio ed alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, quando non si tratta di una società con azioni quotate in mercati regolamentati e ne deriva un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto.



Direzione e coordinamento – 2497 *quater* cc – Cause



Recesso del socio

La determinazione del rimborso della partecipazione nella S.p.A. e nelle S.r.l.



S.p.A. – 2437 *ter* cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni

Principio (1° e 2° comma)

Il socio **ha diritto alla liquidazione** delle azioni per le quali esercita il recesso.

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,

delle sue prospettive reddituali,

nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.

Il procedimento di liquidazione deve comunque concludersi entro 180 dalla comunicazione del recesso (art. 2437-ter , 5° comma, cc), fatto salvo il caso di contestazione del valore che potrebbe anche far slittare il termine.

S.p.A. – 2437 *ter* cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni

Società con azioni quotate

Criterio di riferimento:

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.

Criteri alternativi

Lo statuto delle società con azioni quotate in mercati regolamentati può prevedere che il valore di liquidazione sia determinato:

- dagli amministratori (comma 2) o
- in base a criteri diversi con specifica indicazione degli elementi da tenere in considerazione (comma 4),

fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio di riferimento (art. 20, comma 3, DL 24.6.2014 n. 91, convertito, con modificazioni, dalla L. 11.8.2014 n. 116)

S.p.A. – 2437 *ter* cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni

Società con azioni quotate

Problemi:

1. Media semplice o ponderata? In caso di media ponderata qual'è il parametro di ponderazione (quantità trattate, numero di contratti, ecc)?
2. Titoli quotati da meno di un semestre ?
3. Sospensione/revoca della quotazione ?
4. Delisting?

Opinione prevalente (sub 1): i) prezzo giornaliero di chiusura; ii) ponderazione dei prezzi in base alla quantità di titoli trattate; iii) media aritmetica dei prezzi ponderati.

S.p.A. – 2437 *ter* cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni

Società con azioni non quotate

1. Criterio di riferimento generale (da adottare in assenza di diversa previsione statutaria):

determinato dagli amministratori tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché all'eventuale valore di mercato delle azioni.

2. Criteri alternativi (ammessi solo se previsti dallo statuto):

indicazione gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dall'(*ultimo*) bilancio (*approvato*), unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione.

S.p.A. – 2437 *ter* cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni

Il 5° comma dell'art. 2437-ter c.c., accredita il diritto dei soci a conoscere la determinazione del valore delle azioni nei 15 giorni precedenti alla data fissata dall'assemblea: ciascun socio ha diritto di prenderne visione e di ottenerne copia a proprie spese.

Gli amministratori dovranno, pertanto, preventivamente preparare la documentazione che attesta il *valore* di liquidazione dell'azione, tenendola a disposizione dei soci che abbiano interesse ad esaminarla.

Dunque, il procedimento di recesso si apre con una **comunicazione** degli amministratori attestante il *valore* dell'azione, corredata dalla documentazione cui questa valutazione fa riferimento.



S.p.A. – 2437 *ter* cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni

La Corte di Appello di Milano (sentenza del 20 agosto 2013 n. 3256) ha enunciato chiaramente il principio secondo cui la mancata comunicazione del valore delle azioni, prima dell'assemblea che legittimi il recesso, rappresenta un motivo di annullabilità della delibera assembleare. Questo perché, ai sensi di legge, il socio di minoranza che intende contestare il valore delle azioni come determinato dal consiglio di amministrazione, deve farlo contestualmente al recesso, ed è, pertanto, evidente che il necessario antecedente logico è la conoscenza, da parte del socio, del valore delle azioni per le quali potrebbe esercitare il recesso (in senso conforme Corte di Appello di Milano del 13 febbraio 2013).



S.p.A. – 2437 ter cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni

Le pronunce del Tribunale di Milano hanno fondamento e pregio poiché interpretative di un non chiarissimo comma 5. Da un lato, infatti, sembrerebbe che il diritto sia oggetto di «autogestione» da parte del socio, che deve farsi parte diligente nel recuperare tutta l'informazione, tra cui quella del valore, ottenendone copia a proprie spese.

A mio parere, in realtà, alla disposizione in esame deve darsi una lettura diversa: il socio ha diritto di conoscere dagli amministratori, che l'hanno determinato, il valore mediante apposita comunicazione. Sono solo i documenti sottostanti la stima che il socio ha diritto di visionare, ottenendone copia a proprie spese.

Segnalo, comunque, la Massima 51/2004 del Consiglio Notarile di Milano, secondo la quale la previsione di cui all'art. 2437 ter c.c. non trova applicazione o deve comunque ritenersi rispettata:

- in caso di approvazione alla **unanimità** della delibera che legittima il recesso;
- nel caso in cui i soci che non concorrono all'approvazione della delibera, abbiano **espressamente o tacitamente rinunciato** al diritto di conoscere preventivamente il valore delle azioni;
- nel caso in cui la delibera sia stata assunta sotto **condizione risolutiva** espressa dell'esercizio del diritto di recesso.

S.p.A. – 2437 *ter* cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni

Il 6° comma dell'art. 2437-ter c.c. disciplina l'ipotesi in cui insorga una contestazione sul valore di determinazione. In caso di contestazione, 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 c.c.

Il richiamo al 1° comma dell'art. 1349 c.c. porta a precisare che:

se manca la determinazione del valore, ovvero la perizia non viene depositata entro i tre mesi dall'esercizio del diritto di recesso, o se questa è manifestamente iniqua o erronea, la determinazione è fatta dal giudice.



S.p.A. – 2437 *ter* cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni

Un problema interpretativo si pone allorché il recesso sia esercitato per *fatti (ulteriori cause)* diversi da una deliberazione. Non appare, infatti, tecnicamente possibile la contestualità richiesta dalla disposizione del 6° comma tra dichiarazione di recesso e contestazione. **L'azionista, infatti, non può contestare un valore che non conosce.**

La soluzione potrebbe essere quella di prevedere statutariamente un termine entro il quale sia comunicato al socio il valore dell'azione.

Appare poi intuitivo il dovere dell'organo amministrativo di comunicare l'insorgenza del *fatto*, magari sollevato da un azionista, che consente il diritto di recesso, a tutti i soci nel rispetto della *par condicio*.

Ad ogni modo, anche se la norma non lo stabilisce espressamente (ma sarebbe opportuno un intervento normativo correttivo), il termine dei 90 giorni per avviare la contestazione decorrerà (giocoforza) dalla data in cui la società comunicherà, presso il domicilio dei soci, il valore di liquidazione.



S.r.l. – 2473 cc – Diritto di recesso

L'atto costitutivo determina quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità.

Rispetto alle S.p.a. non viene disciplinata una puntuale procedura (es. determinazione del valore da parte dell'organo amministrativo, comunicazione al socio del valore, ecc..), rimettendo ai soci di adottarne una statutariamente.

Per dottrina prevalente, si deve ritenere legittima una clausola statutaria finalizzata ad individuare un metodo di calcolo del valore aziendale, sempre considerando che si dovrà valutare il patrimonio sociale in base al suo valore effettivo (sul punto anche Consiglio Notarile di Milano 74/2005), tenuto anche conto che è lo stesso primo periodo dell'art. 2473 cc. a prevedere che l'atto costitutivo determini le relative modalità per il recesso.

Allo stesso modo, appare legittima una clausola che disponga un rinvio alle disposizioni previste per la determinazione delle azioni per le S.p.A.



S.r.l. – 2473 cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle quote

Criterio di riferimento generale (in assenza di diversa previsione statutaria):

il valore è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso; in caso di disaccordo la determinazione è compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica il 1° comma dell'art. 1349 c.c.



S.r.l. – 2473 cc – Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle quote

Ad ogni modo per valore di mercato si deve intendere «**valore effettivo**», interpretazione confermata dalla Relazione al D.lgs. N. 6/2003 che nel paragrafo 11 afferma come la disciplina del 3° comma «*tende ad assicurare che la misura della liquidazione avvenga nel modo più aderente possibile al suo valore di mercato.....*».

E' comunque opportuno prevedere una esplicita regolamentazione in statuto, eliminando così possibili incertezze e contrasti in relazione alla valutazione della quota.

Determinazione del valore delle azioni e quote

Data di riferimento

SRL: Ai sensi del citato art. 2473, comma 3, c.c., il momento al quale è ancorata la valutazione della quota del recedente è quello della dichiarazione di recesso.

SPA: La corrispondente norma per le spa nulla specifica in merito.

In ogni caso non si può prescindere dalla redazione di un'apposita situazione patrimoniale ed economica al fine di determinare il valore di azioni e quote, e, quindi, aggiornata a una data ragionevolmente non distante dalla data di convocazione dell'assemblea o dalla data della dichiarazione di recesso, meglio se specificata nello statuto.

Determinazione del valore di rimborso di azioni e quote

Occorre segnalare che stante la tipicità della causa del recesso (disinvestimento) non è possibile prevedere statutariamente che al socio recedente venga rimborsato un importo diverso dal valore effettivo della partecipazione al momento della dichiarazione di recesso.

Sono infatti 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.

La ratio è quella di impedire la penalizzazione del socio mediante una valutazione della partecipazione da liquidare inferiore rispetto al suo presumibile valore (Cassazione n.16168 del 15/07/2014).

A maggior ragione, una situazione contabile infrannuale di partenza appare necessaria al fine di rendere più oggettiva la determinazione del valore delle azioni/quote.

Determinazione del valore di rimborso di azioni e quote

Fasi del processo valutativo

- Valutazione base informativa
- Applicazione analisi fondamentale (documentale, di contesto, storica, prospettica, comparativa, fattori di rischio, variabili di mercato)
- Scelta del metodo di valutazione
- Identificazione dei fattori di rischio
- Sintesi valutativa



Determinazione del valore delle azioni e quote

Metodi

Metodi di valutazione principali (PIV, in applicazione dall'1/1/2016):

-patrimoniali (sul tema, Tribunale di Milano: Sentenza n. 8639/2014)

-misto patrimoniale-reddituale

-reddituale

-finanziario

-comparative (multipli)

Criticità: tassi, tasse, orizzonte temporale, performance passata o piani futuri, criticità business...



Determinazione del valore delle azioni e quote

La stima

La stima è un processo complesso che coinvolge gli aspetti più disparati non solo contabili, fiscali e legali, ma anche ambientali e di mercato.

Aspetto fondamentale è quindi la scelta del criterio adottabile necessariamente correlata alle finalità della stima stessa ed alle caratteristiche dell'azienda e del mercato in cui opera, tenendosi, altresì, conto che la valutazione va attuata sulla base della continuità aziendale, in funzione della prosecuzione dell'attività svolta dalla società e non in una prospettiva liquidatoria che consideri valutati in ottica di dismissione (Cassazione n. 16168 del 15/07/2014).

Il dettato normativo lascia ampia libertà sui metodi valutativi, anche per quanto concerne la disposizione di cui al 4° comma dell'art. 2437-ter cc per le S.p.A.

In quest'ultimo caso, è però necessario l'indicazione nello statuto degli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio oggetto di rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione.

Determinazione del valore delle azioni e quote

Valore dell'azione o quota

*L'unità di valutazione di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso è rappresentata dall'azienda nel suo complesso. **Il valore della singola azione/quota è calcolato pro-quota.***

Non sono applicabili né premi di maggioranza, né sconti di minoranza, né tantomeno occorre tenere in considerazione eventuali diritti particolari del socio.

Determinazione del valore di rimborso di azioni e quote

Per le S.r.l. l'esclusione di premi/sconti deriva dalla diretta proporzionalità tra partecipazione e valore del patrimonio sociale (3° comma, art. 2473 cc).

Per le S.p.A. la differenza appare solo terminologica perché la norma si riferisce al «valore economico del patrimonio», come la risultante della consistenza patrimoniale, delle prospettive economiche e dell'eventuale valore di mercato.

• Sono invece da considerare quegli **sconti** che si applicano all'impresa nel suo complesso, come ad esempio :

- gli sconti per la dipendenza da persone chiave;
- nei casi di business che assorbono cassa e richiedono futuri finanziamenti, gli sconti per mancanza di liquidabilità.



Determinazione del valore di rimborso di azioni e quote

Premi di maggioranza o sconti di minoranza

«In caso di recesso del socio dalla società non si applicano premi di maggioranza o sconti di minoranza. Premi di maggioranza o sconti di minoranza rilevano solo nell'ambito della negoziazione, della partecipazione tra soggetti che fanno valere le loro posizioni di interesse soggettivo e forza contrattuale.» (Decreto Tribunale Padova 23/05/2014).

Determinazione del valore di rimborso di azioni e quote

Evidenzio che in dottrina si riscontrano orientamenti non univoci sul tema, soprattutto in tema di partecipazioni di minoranza (es. ridotti poteri, sconti di liquidità legati alla mancanza di un mercato). In realtà si tratta di un falso problema.

La comunicazione ai soci, che generalmente precede l'esercizio del recesso, non può essere fatta che per l'intero valore del patrimonio.

«Sconti» possono purtuttavia essere applicati, se statutariamente previsti, nell'ambito di cause convenzionali di recesso allorché a fronte di una ulteriore agevolazione all'exit, il socio comprime il proprio interesse sulla determinazione finale del valore. Quindi, ferma restando la determinazione «as is» del valore del capitale economico, la liquidazione della partecipazione subisce una decurtazione.

Clausole di questo tipo possono, a mio parere, essere considerate legittime purché lo «sconto» pattuito non leda, nella sostanza, il principio di una determinazione «diversa» dal mero valore contabile del patrimonio, fatta sempre salva l'illegittimità per «patto leonino».

Determinazione del valore di rimborso di azioni e quote

In una delle recenti massime del **Comitato interregionale dei consigli notarili delle tre Venezie** si considera lecita la previsione di un premio di maggioranza o di uno sconto di minoranza nella clausola statutaria di valorizzazione delle azioni per il caso di recesso.

“H.H.8 (Previsione di un premio di maggioranza o di uno sconto di minoranza nella clausola statutaria di valorizzazione delle azioni per il caso di recesso – 1° pubbl. 9/15 – motivato 9/15). Con riferimento alle cause convenzionali e derogabili di recesso, è legittimo che lo statuto di una società per azioni non quotata disponga che, in sede di liquidazione delle azioni del socio recedente, si preveda un “premio di maggioranza”, da attribuirsi nel caso in cui la partecipazione azionaria del socio uscente garantisca una posizione di controllo in seno alla società, oppure uno “sconto di minoranza”, da applicarsi nell’opposta ipotesi in cui il “pacchetto azionario” sia ininfluenza ai fini del controllo societario”.

L’apertura del notariato è motivata esclusivamente dalla previsione nello statuto delle **Spa**.



Determinazione del valore di rimborso di azioni e quote

Valore di riferimento

La configurazione di valore di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso è il valore **intrinseco** (o **effettivo**) in quanto esprime ciò cui l'azionista che recede rinuncia.

Il valore intrinseco è un prezzo che si dovrebbe formare in un mercato efficiente in senso fondamentale.

Se il valore di liquidazione coincide con il valore intrinseco, non vi è trasferimento di ricchezza fra soci.

Determinazione del valore delle azioni e quote

Il valore intrinseco deve esprimere il valore in atto e non il valore potenziale dell'azienda. Il valore deve riferirsi all'impresa **“as is”** e non deve riflettere i benefici attesi dalle decisioni che hanno fatto scattare il recesso.

Il valore intrinseco deve esprimere la realtà operativa dell'impresa così come è, con i propri punti di forza e di debolezza e per come è gestita al momento in cui scatta il presupposto del recesso.



Determinazione del valore delle azioni e quote

Società che assorbono cassa

Nei casi particolari di società che si caratterizzano per un profilo di assorbimento di cassa, incapacità di distribuire dividendi, esigenze di riequilibrio finanziario, è necessario considerare nella stima del valore intrinseco anche **uno sconto che riguarda l'azienda nel suo complesso.**

Quando un business per essere sostenuto richiede ai suoi azionisti di rinunciare alla remunerazione corrente, impone eventuali future sottoscrizioni di aumenti di capitale o ricorso a terzi finanziatori, si caratterizza anche in un mercato efficiente in forma fondamentale in un prezzo più contenuto.

Lo sconto compensa il rischio di diluizione del valore dell'azienda a causa della necessità di ricorrere nel futuro a nuovo capitale esterno.

La determinazione da parte dell'esperto (art. 1349 cc)

In caso di contestazione (o disaccordo) la valutazione è compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal Tribunale entro 90 giorni dalla dichiarazione di recesso o (per altre cause), dalla data in cui verrà comunicato al socio la determinazione del valore della partecipazione.

L'esperto opera come «**terzo arbitratore**» e dovrà procedere all'equo apprezzamento: la stima potrà essere impugnata nel caso fosse manifestamente iniqua o erronea.

La stima dell'arbitratore non potrà discostarsi dalla determinazione del **valore effettivo** del capitale economico della società: diversamente la valutazione sarebbe manifestamente erronea in quanto contraria alle disposizioni di legge.

La determinazione da parte dell'esperto (art. 1349 cc)

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

Va poi precisato che la determinazione dell'equo apprezzamento deve essere effettuata secondo un criterio di equità contrattuale.

Per cui, ai fini dell'impugnazione per iniquità, deve farsi riferimento al principio di cui all'art. 1448 c.c. in tema di rescissione per lesione (Cassazione n. 24183, del 30/12/2004) sicché questa ricorre in presenza di una valutazione inferiore alla metà di quella equa.