

Recesso del socio di Spa e comunicazione del valore di liquidazione delle azioni *ex art.2437-ter, co.5, c.c.*

di Roberto Moro Visconti*

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 collegio sindacale e il soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali. Lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione; i soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore delle azioni nei quindici giorni precedenti all'assemblea.

Il recesso del socio nelle Spa

Ai sensi dell'art.2437, co.1, c.c., hanno diritto di recedere dalla società, per tutte o parte delle loro azioni, solo i soci che non hanno concorso all'approvazione delle delibere riguardanti:

- a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;
- b) la trasformazione della società;
- c) il trasferimento della sede sociale all'estero;
- d) la revoca dello stato di liquidazione;
- e) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dalla legge o dallo statuto;
- f) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;
- g) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione.

Tale elenco non è, tuttavia, da considerarsi esaustivo, per l'autonomia statutaria attribuita dalla legge alle società di aggiungere ulteriori clausole.

Inoltre, ai sensi dell'art.2437, co.3, c.c.:

“se la società è costituita a tempo indeterminato e le azioni non sono quotate in un mercato regolamentato il socio può recedere con il preavviso di almeno centottanta giorni; lo statuto può prevedere un termine maggiore, non superiore ad un anno”.

Le cause di recesso possono essere di tre diverse tipologie:

- previste dalla legge in maniera inderogabile;
- previste dalla legge ma derogabili e
- previste dallo statuto ma ammesse soltanto nelle società chiuse.

Le clausole inderogabili di recesso si possono suddividere a loro volta in quelle che incidono solo indirettamente sulla situazione soggettiva del socio, poiché riguardano più direttamente la società (cambiamento significativo dell'oggetto sociale, trasformazione della società ...) e in quelle che invece attengono a diritti propri del socio, in particolare al diritto di voto o di partecipazione (modificazione dei criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso, soppressione delle clausole di recesso, revisione della stima del valore dei conferimenti ...).

Per quanto riguarda le cause derogabili, ai sensi dell'art.2437, co.2, c.c., *“salvo che lo statuto disponga diversamente, hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso all'approvazione delle deliberazioni riguardanti:*

- a) *la proroga del termine;*
- b) *l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari”.*

Un'ulteriore causa di recesso è quella legata all'introduzione o alla soppressione di clausole compromissorie, ai sensi dell'art.34, ultimo comma, D.Lgs. n.5/03. Infatti, le modifiche dell'atto costitutivo, introduttive o

* Dottore commercialista, revisore legale dei conti; docente di finanza aziendale nell'Università Cattolica di Milano

soppressive di clausole compromissorie, devono essere approvate dai soci che rappresentano almeno i 2/3 del capitale sociale. I soci assenti o dissenzienti possono, entro i successivi 90 giorni, esercitare il diritto di recesso.

Il recesso non può essere esercitato e, se ciò è già avvenuto, è privo di efficacia, se, entro novanta giorni, la società revoca la delibera che lo legittima ovvero se è deliberato lo scioglimento della società¹.

Il rimborso della partecipazione per cui è stato esercitato il recesso deve essere eseguito entro 180 giorni decorrenti dalla comunicazione del recesso alla società.

Criteria di determinazione del valore delle azioni

Ai sensi dell'art.2437-ter, co.1, c.c., "il socio ha diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercita il recesso". Per le Spa, il menzionato art.2437-ter, co.2, c.c., stabilisce poi 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, ove presente) "tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato (...)"². È lasciata in tal modo alla completa autonomia degli amministratori l'individuazione del modello (reddituale, misto, multipli di mercato...) più rispondente alle esigenze della società³.

La logica è dunque quella di una liquidazione della quota del socio che recede sulla base del suo valore effettivo, tenendo dunque conto degli eventuali plusvalori latenti nella società, ivi compreso il maggior valore di mercato che deriva dall'attitudine di una società di generare reddito (ossia l'avviamento)⁴.

Nel caso in cui le parti (socio recedente e società) non riescano a pervenire ad un accordo in ordine all'esatta determinazione del valore (di mercato) da attribuire alla quota di partecipazione che deve essere liquidata al socio recedente, la determinazione viene compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal Tribunale.

Per le società quotate, l'art.2437-ter, co.3, c.c. richiede espressamente la valutazione secondo la media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea.

Vi è chi in dottrina ha evidenziato che i criteri di valutazione previsti dal summenzionato art.2437-ter c.c. appaiono a tutti gli effetti riconducibili ai principali approcci valutativi riconosciuti dalla dottrina aziendale⁵.

¹ L'art.2437-bis c.c. stabilisce che il diritto di recesso deve essere esercitato mediante apposita comunicazione alla società nella forma della lettera raccomandata con ricevuta di ritorno, che indichi il numero e la categoria delle azioni per le quali il socio intende recedere, oltre alle proprie generalità e al domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento; tale lettera deve essere:

- spedita entro quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della decisione dei soci che legittima il recesso, se esso consegue appunto da una decisione dei soci;
- spedita entro trenta giorni dalla data in cui il socio è venuto a conoscenza del presupposto che legittima il recesso, se esso consegue da un fatto diverso da una decisione assunta dai soci.

Sempre ai sensi dell'art.2437-bis c.c. in materia di Spa, la comunicazione deve indicare:

- le generalità del socio recedente;
- il domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento;
- l'ammontare della partecipazione per la quale il diritto di recesso è esercitato.

² Per approfondimenti, si veda: A. Cantore, A. Roppo, D. Settimi, "Valutazione d'azienda nel recesso del socio e nella liquidazione della quota", in *Guida alla contabilità & bilancio* (2010) 16, 73; G. Liotti, "Recesso del socio: determinazione del valore delle azioni e verbalizzazione notarile", in *Notariato* (2012) 1, 92.

³ Secondo la Massima 74 del Consiglio Notarile di Milano, " (...) La determinazione del valore di liquidazione delle quote o azioni, nelle ipotesi di cause convenzionali di recesso, può essere disciplinata da criteri liberamente stabiliti dall'atto costitutivo o dallo statuto, anche in totale deroga rispetto ai criteri di liquidazione fissati dalla legge per le cause legali di recesso". Così, la Massima I.H.13 dei Notai del Triveneto dispone che: "(...) È possibile, in assenza di un metodo legale e univoco di valutazione delle partecipazioni societarie, prevedere criteri statuari 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 (...)"

⁴ Per maggiori approfondimenti, si veda: M. Caratozzolo, "Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle Spa (I e II parte)", in *Le Società* (2005), 10-11, 1209-1340. Secondo Tribunale di Torino, sentenza del 26 novembre 2004, "È legittima e non contrasta con alcuna norma imperativa la deliberazione dell'assemblea straordinaria che introduca nello statuto una disciplina convenzionale del diritto di recesso che individui criteri per la liquidazione della quota migliorativi rispetto alla previsione normativa".

⁵ Si veda M. Reboa, "Criteri di stima delle azioni in caso di recesso del socio: alcune riflessioni sull'art. 2437-ter c.c.", in *Rivista dei dottori commercialisti*, (2008), 59, 5, 907.

Tuttavia, ai fini della valutazione, non sembra potersi accettare un metodo patrimoniale "semplice", in quanto tale metodo valorizza le sole risorse materiali, non considerando invece quelle immateriali, quali l'avviamento. Inoltre, il metodo patrimoniale non fornisce autonomamente adeguate informazioni sulla redditività ovvero sulla capacità prospettica di generare flussi finanziari della società⁶.

Anche il metodo finanziario presenta alcuni limiti ai fini della puntuale determinazione del valore di mercato, basandosi sulla stima dei flussi di cassa che la società dovrebbe essere in grado di produrre in futuro; tale metodo è di norma preferibile ad un metodo reddituale, in quanto il valore di mercato è più facilmente e intuitivamente esprimibile in termini di flussi di cassa prodotti, anziché di flussi reddituali (pur in presenza di una tendenziale convergenza dei due valori, per lo meno in un'ottica di lungo periodo).

La valutazione con un metodo reddituale può rendersi particolarmente opportuna quando l'azienda presenta un *trend* di redditività sufficientemente definito o il metodo è giudicato affidabile ai fini delle proiezioni aziendali. O ancora, se il grado di patrimonializzazione non è elevato ed è presente una componente immateriale rilevante (aziende di servizi, commerciali...).

Il metodo reddituale determina il valore del capitale economico sulla base dei redditi che l'azienda è ritenuta in grado di produrre nei futuri esercizi.

Ai fini della valutazione, pertanto, è preferibile il ricorso ad un metodo misto patrimoniale-reddituale e cioè ad una combinazione dei due metodi di valutazione, sopra sinteticamente richiamati, che consentirebbe di mediare le carenze insite in ciascuno di essi.

In base ai metodi misti, la valorizzazione del capitale economico d'azienda viene determinata facendo riferimento sia al Patrimonio netto rettificato, calcolato in base al metodo patrimoniale semplice o complesso, sia al valore del sovrarreddito che l'azienda è in grado di produrre rispetto alla media delle imprese del settore d'appartenenza. Si tratta, in sostanza, di un criterio di valutazione che tende a mediare tra la componente patrimoniale e quella reddituale, entrambe espressive di una valutazione da angolature complementari.

Del tutto particolare appare poi la previsione contenuta nell'art.2437-ter, co.4, c.c., ove si prevede 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*". Autorevole dottrina⁷ ha interpretato tali specificazioni come più stringenti "linee guida" da seguire nel processo valutativo per circoscrivere la discrezionalità della stima e garantire "*che il procedimento disciplinato dalla norma valorizzi adeguatamente e in via autonoma, in forza di una norma statutaria, determinati elementi del patrimonio (...), adottando, in questa prospettiva, criteri noti in partenza (...)*".

Aspetti formali della determinazione degli amministratori

L'art.2437-ter c.c. non fornisce alcuna indicazione sulle modalità con cui gli amministratori devono comunicare ai soci il valore delle azioni (dato sintetico o relazione scritta nel quale siano analiticamente espressi tutti i calcoli, i metodi e i criteri utilizzati per la determinazione del valore delle azioni).

Se da un lato la norma non pone obblighi specifici, dall'altro esiste il diritto del socio a prendere visione della determinazione del valore e a trarne copia, e ciò pare non conciliarsi con la presentazione di un dato esclusivamente sintetico⁸. Si ritiene inoltre che la determinazione del valore delle azioni per le quali si esercita il recesso debba essere sottoposta al vaglio del consiglio di amministrazione.

⁶ Con riferimento ai criteri di valutazione, si veda in dottrina: A. Salvadio, "La valutazione in caso di recesso del socio", in *La valutazione delle aziende* (2005), 36, 8; M. Venturozzo, "I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio", in *Rivista delle società* (2005), 50, 2/3, 309.

⁷ Ancora M. Reboa, *cit.*, pag.919, ove l'autore rileva inoltre che "*la ratio sarebbe pertanto quella di accrescere, nel processo di determinazione del prezzo di liquidazione delle azioni, il profilo di tutela dei soci che desiderano esercitare il diritto di recesso*".


⁸ Secondo la Massima I.H.16 dei Notai del Triveneto, "*Stante l'oggettiva incertezza di risultato che caratterizza il procedimento di determinazione del valore di liquidazione della partecipazione del socio recedente, incertezza che si traduce in una difficile valutazione dell'opportunità di esercitare il diritto al disinvestimento, è possibile per il socio recedente - nel rispetto del procedimento legale di determinazione del valore di liquidazione - condizionare risolutivamente la propria dichiarazione di recesso all'ottenimento di una valutazione minima (...)*".

Il valore attribuito alle azioni deve essere portato a conoscenza dei soci almeno quindici giorni prima della data di convocazione dell'assemblea che legittima il recesso. In tal senso, infatti, si esprime il comma 5 dell'art.2437-ter c.c. La *ratio* della norma pare la seguente: in presenza di un ordine del giorno la cui delibera permette il recesso dei soci, gli stessi devono conoscere il valore attribuito alla loro partecipazione al fine di esercitare il proprio diritto in maniera consapevole.

Sul punto si segnala la Massima n.51 del Consiglio Notarile di Milano⁹, secondo cui la mancata preventiva conoscenza del valore attribuito alle partecipazioni incide solo "sulla successiva previsione di un termine di decadenza alla facoltà del socio di contestare la valutazione". Secondo la suddetta Massima, inoltre, i dettami previsti dal citato art.2437-ter c.c. risulterebbero comunque rispettati laddove la delibera che legittima il recesso venga approvata all'unanimità, oppure se i soci che non concorrono all'approvazione di una delibera che legittima al recesso rinuncino espressamente o tacitamente al diritto di conoscere preventivamente il valore delle loro azioni.

Esempio di comunicazione ex art.2437-ter, co.5, c.c.

Carta intestata della società

 [Preleva il documento](#)

Sig.ri Soci

Oggetto: comunicazione ai sensi dell'art.2437-ter, co.5, c.c.

1. Premessa

In data, il socio, che detiene una partecipazione del ***% del capitale della società, ha manifestato l'intenzione di esercitare il diritto di recesso, secondo modalità e termini di cui all'art.2437-bis, co.1, c.c., in vista dell'assemblea del, che ha all'ordine del giorno una modifica significativa dell'oggetto sociale, legittimando così il diritto di recesso, come previsto dall'art.2437, co.1, lett. a), c.c.

Come sancito dall'art.2437-ter, co.1, c.c., il socio recedente ha diritto alla liquidazione delle sue azioni; ai sensi dell'art.2437-ter, co.2, c.c., il valore di liquidazione delle suddette azioni è stato determinato dagli amministratori ed approvato dal CdA del, sentito il parere del collegio sindacale e del revisore legale dei conti.

Le azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso sono state depositate presso la sede sociale in data, come richiesto dall'art.2437-bis, co.2, c.c.

La presente comunicazione è resa ai sensi dell'art.2437-ter, co.5, c.c., in vista dell'assemblea del

2. Il criterio utilizzato per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni

Come previsto dall'art.2437-ter, co.4, c.c., l'art. dello statuto sociale prevede criteri di determinazione del valore di liquidazione diversi rispetto a quanto indicato nel co.2 del sopra citato art.2437-ter c.c.

In particolare, il summenzionato art. dello statuto dispone quanto segue: *"in caso di recesso, il valore di liquidazione delle azioni è determinato attraverso l'utilizzo del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento e capitalizzazione limitata, senza l'applicazione di premi di maggioranza e sconti di minoranza, sulla base del patrimonio netto contabile risultante dall'ultimo bilancio approvato e tenuto conto degli accadimenti intervenuti successivamente alla chiusura dell'ultimo esercizio e della redditività netta media degli ultimi cinque esercizi; non sono ammessi metodi complementari"*.

⁹ In <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/51.aspx>.

La formula del sopra menzionato metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento utilizzata dalla dottrina è la seguente:

$$W = K' + a_{n-i}(R - i'K')$$

Ove:

- W = valore di liquidazione (nel caso di specie) del 100% delle azioni
- K' = patrimonio netto rettificato, ovvero il risultato della stima patrimoniale;
- R = reddito medio normale atteso per il futuro;
- n = numero definito e limitato di anni;
- i' = tasso di rendimento normale rispetto al tipo di investimento;
- i = tasso di attualizzazione del sovrarreddito.

La stima autonoma dell'avviamento (*goodwill*) è effettuata attraverso un confronto tra il reddito medio normalizzato (R) e il tasso di rendimento normale del capitale; l'avviamento nasce da un differenziale (R - i'K') positivo (cioè da R > i'K'), in quanto solo se la redditività è superiore rispetto a valori medi si può prospettare un *goodwill*; in caso contrario (cioè se R < i'K'), si è in presenza di un *badwill*. Trattandosi di un metodo misto, esso contiene *in nuce* un fattore di stabilizzazione che è dato dalla compenetrazione tra elementi patrimoniali (che costituiscono la base della formula) ed elementi reddituali attesi, idonei a cogliere un (eventuale) avviamento positivo (o negativo, *badwill*).

3. Il valore di liquidazione delle azioni

In ottemperanza alle disposizioni statutarie sopra illustrate, il valore di liquidazione delle azioni è stato determinato come segue e recepito nel corso del CdA del

Come patrimonio netto rettificato (K'), è stato utilizzato il Patrimonio netto contabile, come risultante dall'ultimo bilancio approvato, pari a € ***, integrato per tenere conto del risultato infrannuale di periodo, pari a € ***, per complessivi € ***.

Per quanto riguarda invece il reddito medio normalizzato (R) per la stima autonoma dell'eventuale *goodwill/badwill*, come indicato nell'art. dello statuto sociale, è stata utilizzata la media dei risultati netti dell'ultimo quinquennio.

Per la determinazione del fattore di capitalizzazione limitata (a_{n-i}), è stato utilizzato un orizzonte di capitalizzazione di 5 anni (n), coerente con il settore in cui opera la società, nonché con il periodo di ammortamento previsto per l'avviamento dall'art.2426, n.6), c.c.

Con riferimento al tasso di sconto (i - tasso di attualizzazione del *goodwill*), si ritiene congruo individuare un tasso d'interesse (*risk free*) del **%, che corrisponde al rendimento medio *pro tempore* dei BTP a cinque anni, oltre a un congruo premio per il rischio del **%, per un tasso complessivo pari al **%.

Pertanto, secondo quanto sopra riportato, si considera la seguente rendita, da applicare al reddito netto medio normalizzato (R):

$$a_{n-i} = a_{**\%} = **\%$$

Con riferimento invece al più elevato tasso (i') (tasso di capitalizzazione), si ritiene congruo stimare un tasso dell'**, che incorpora un più elevato e conservativo premio per il rischio del **% circa (sempre rispetto a un tasso d'interesse nominale del **% circa), tendenzialmente in linea con il rendimento richiesto dagli investitori per imprese operanti nel settore di riferimento.

In sintesi, si ha dunque:

- K' = patrimonio netto rettificato = € ***;
- R = reddito normale 20***-20*** = € ***;
- n = *** anni;
- i' = tasso di capitalizzazione (rendimento medio di settore) = **%;
- i = tasso finanziario di attualizzazione del sovra-reddito = **%.

Riprendendo la formula e inserendo i dati sopra richiamati si ha:

$$W_{100\%} = \text{€} *** + a_{***,***\%} * (\text{€} *** - ***\% * \text{€} ***)$$

E pertanto:

$$W_{100\%} = \text{€} ***$$

Tale valore si riferisce al 100% del capitale della società; il 25% ammonta invece proporzionalmente a € ***.

4. Conclusioni

In conclusione, sulla base di quanto prescritto dall'art. dello statuto sociale, si comunica, ai sensi dell'art.2437-ter, co.5, c.c., che il valore di liquidazione delle azioni del socio, che intende esercitare il diritto di recesso, pari al 25% del Capitale sociale, è pari a € ***; come sancito dall'art. dello statuto, non si applicano premi di maggioranza e sconti di minoranza.

Il procedimento di liquidazione delle predette azioni sarà effettuato secondo le modalità stabilite dall'art.2437-quater c.c.

Data, luogo

In fede
Un Amministratore

MASTER DI APPROFONDIMENTO

Master di 6 incontri
IL PROCESSO DI INTERNAZIONALIZZAZIONE
I mercati esteri come opportunità per superare la crisi: il ruolo del professionista

BOLOGNA	Hotel Europa	23-24 ottobre 2013 06-07 novembre 2013 27-28 novembre 2013	MILANO	Hotel Michelangelo	07-08 novembre 2013 21-22 novembre 2013 12-13 dicembre 2013
----------------	--------------	--	---------------	--------------------	---

QUOTA DI PARTECIPAZIONE € 1.400,00 + IVA
Quota Advance Booking € 1.190,00 + IVA
per chi si iscrive 20 giorni prima dell'inizio della sede selezionata oppure per i partecipanti con meno di 35 anni

Sconto Privilege sulle quote: Platinum 25% Gold 20% Ebu 15%

MAGGIORI INFORMAZIONI

EUROCONFERENCE® Per maggiori informazioni sugli altri seminari Euroconference visita www.euroconference.it