



LA VALUTAZIONE DELLE AZIONI E DELLE QUOTE DI SOCIETÀ IN IPOTESI DI RECESSO

Avv. Giovanni AGRUSTI

Diretta 21 giugno 2010

LA FUNZIONE DEL RECESSO NELLA S.P.A. E NELLA S.R.L.



La attuale configurazione del recesso nelle società di capitali è ispirata a tre profili:

- tutela delle minoranze;
- tutela dell'interesse della società;
- tutela dell'interesse dei creditori sociali.



Soggetti legittimati:

- i soci che non hanno concorso alla assunzione delle delibere inerenti gli oggetti di cui all'art. 2437 cod. civ. e, in caso di società con titoli quotati in un mercato regolamentato, i soci che non hanno contribuito alla esclusione dalla quotazione;
- tutti i soci, in caso di società contratta a tempo indeterminato con titoli non quotati in mercati regolamentati;
- i soci di una società sottoposta a direzione e coordinamento di altra, nelle ipotesi di cui all'art. 2497 *quater* cod. civ.;
- i soci cui è stato negato il gradimento da parte degli amministratori, nei casi di cui all'art. 2355 *bis* cod. civ.



Adempimenti preliminari:

- nelle società con titoli non quotati, deposito, da parte degli amministratori, presso la sede sociale, almeno 15 giorni precedenti la data fissata per la assemblea, di una relazione avente ad oggetto la determinazione del valore di liquidazione delle azioni;

Modalità:

- lettera raccomandata entro 15 giorni dalla delibera, o dalla sua iscrizione al RR. II., con indicazione del numero di azioni per le quali si recede, e deposito degli eventuali titoli azionari emessi presso la sede sociale ed eventuale contestazione del valore di cui alla Relazione degli amministratori;

IL PROCEDIMENTO PER IL RECESSO DA S.P.A.

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Liquidazione:

Le azioni del socio recedente vengono offerte:

- Opzioni agli altri soci. Le azioni inopstate sono offerte in prelazione ai soci che hanno esercitato l'opzione;
- Offerta ai terzi ovvero al mercato quotato di riferimento;
- Alla società che può acquistarle nel rispetto delle previsione ex art. 2357 cod. civ.;
- La società procede alla riduzione volontaria del capitale, ex art. 2445 cod. civ. e, in caso di accoglimento della opposizione dei creditori, la società si scioglie, oppure;
- In assenza delle condizioni di cui all'art. 2445 cod. civ., ovvero, in caso di mancata delibera della riduzione, la società si scioglie.

Inammissibilità e inefficacia del recesso

- La revoca della delibera che legittima il recesso o lo scioglimento della società rendono il recesso inammissibile o inefficace

LA COMPETENZA A VALUTARE LE AZIONI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



La relazione avente ad oggetto la valutazione delle azioni deve essere redatta dagli amministratori della società, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto preposto alla revisione contabile.

Gli amministratori sono tenuti ad applicare il criterio di valutazione indicato dalla legge o, eventualmente, dallo statuto.

Si tratta di una discrezionalità tecnica e non arbitraria.

In caso di valutazione non corretta, a causa della negligenza degli amministratori nella applicazione dei criteri previsti, gli stessi possono essere chiamati a rispondere per responsabilità ex art. 2395 cod. civ..

CRITERI DI VALUTAZIONE LEGALE DELLE AZIONI DI SOCIETÀ NON QUOTATE IN MERCATI REGOLAMENTATI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



La valutazione delle azioni di società con titoli non quotati va condotta attraverso i seguenti criteri:

- consistenza patrimoniale della società;
- prospettive reddituali;
- eventuale valore di mercato delle azioni.

LA CONSISTENZA PATRIMONIALE

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Il metodo patrimoniale implica un sub procedimento attraverso il quale i valori di libro vengono rielaborati e rettificati per definire un valore del “capitale economico” effettivo.

La stima prende le mosse, quindi, dall'ultimo bilancio di esercizio, ovvero, da un più recente bilancio straordinario.

I valori di bilancio dovranno essere rettificati in ragione di una serie di “condizioni produttive” non iscritte in bilancio, tra cui i cd. *Intangibles* (*know how*, segreti industriali, *database*).

L'avviamento deve essere incluso nella valutazione della consistenza patrimoniale del capitale economico della società.

LA PROSPETTIVE REDDITUALI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



La disciplina delle società conosce il termine di utile e non di reddito.

“Reddito” può essere inteso come “l'accrescimento che, in un determinato periodo di tempo, il capitale di una impresa data subisce in conseguenza della gestione” (G. ZAPPA)

L'amministratore dovrà selezionare quale concetto di reddito tenere presente nella sua valutazione (reddito ex ante/reddito ex post; reddito monetario, reddito realizzato, etc.)

Il valore ottenuto dovrà essere utilizzato per calcolare i redditi futuri che la società sarà in grado di produrre in un determinato arco temporale (attualizzazione dei redditi futuri).

L'amministratore dovrà selezionare il criterio da seguire per definire i redditi futuri (metodo delle prospettive di crescita, metodo della proiezione dei risultati storici, etc.)

L'EVENTUALE VALORE DI MERCATO DELLE AZIONI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Si tratta di un criterio di valutazione diretto ed eventuale, avente ad oggetto il valore a cui vengono scambiate le azioni.

Eventualità

Tale criterio non è rimesso all'arbitrario giudizio dell'amministratore ma alla possibilità o meno di fare emergere un valore di mercato delle azioni.

Il valore di mercato potrebbe emergere anche da una unica compravendita intervenuta se ritenuta dagli amministratori adeguata e significativa.

CRITERIO LEGALE DI VALUTAZIONE DELLE AZIONI DI SOCIETÀ CON TITOLI QUOTATI IN MERCATI REGOLAMENTATI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Se le azioni sono quotate in mercati regolamentati, ex art. 2437 *ter* cod. civ., la valutazione dovrà fare “esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell’avviso di convocazione della assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso”.

L’unico criterio legale di valutazione è rappresentato da un criterio “diretto” avente ad oggetto i prezzi espressi dal mercato.

Tra i vari prezzi rilevabili nell’ambito delle compravendite nei mercati regolamentati, il legislatore fa riferimento “esclusivo” ai prezzi di chiusura.

CRITERIO LEGALE DI VALUTAZIONE DELLE AZIONI DI SOCIETÀ CON TITOLI QUOTATI IN MERCATI REGOLAMENTATI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Profilo soggettivo: società con titoli quotati in un mercato regolamentato

Profilo oggettivo: in caso di quotazione simultanea in più mercati regolamentati, dovrà essere considerata una media tra i vari valori registrati

Perplessità sorgono con riferimento al criterio matematico impiegato (media, che non tiene conto dei volumi di scambio ma semplicemente dei prezzi registrati) ed al periodo temporale selezionato (6 mesi) che in alcuni casi può rivelarsi eccessivamente elevato.

Nel caso estremo in cui non sia possibile rilevare una media dei valori di quotazione ovvero questi non consentano una valutazione economica significativa, dovrà essere applicato il criterio di valutazione legale per la valutazione delle azioni non quotate in mercati regolamentati

INDIVIDUAZIONE DEL MOMENTO DI RIFERIMENTO PER LA VALUTAZIONE

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Il legislatore, per le società con titoli non quotati, rimette alla discrezionalità degli amministratori la individuazione del momento di riferimento per la valutazione delle azioni.

Nelle ipotesi in cui il presupposto del recesso è rappresentato da una delibera assembleare, tale momento dovrà essere necessariamente antecedente ai quindici giorni prescritti per il deposito della relazione degli amministratori sul valore delle azioni.

Nelle ipotesi in cui il presupposto è rappresentato da eventi diversi da una delibera assembleare, il momento va individuato con quello in cui l'evento è accaduto.

IL RILIEVO DEL COMPLESSIVO PACCHETTO AZIONARIO PER CUI SI RECEDE AI FINI DELLA VALUTAZIONE DEL VALORE DELLE AZIONI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



La valutazione va compiuta con riferimento alla singola azione e, quindi, è indifferente a eventuali premi di maggioranza o sconti di minoranza.

In particolare:

- la dimensione del pacchetto azionario, con riferimento ai diritti che attribuisce, non è criterio di valutazione legale;
- la applicazione di tali premi o sconti sarebbe idonea a generare una lesione degli interessi dei creditori sociali .

I CRITERI STATUTARI DI VALUTAZIONE DELLE AZIONI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



L'art. 2437 ter, comma 4, cod. civ., riconosce la possibilità di prevedere, con apposita clausola statutaria, criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione.

“Criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione”:

- a) Teoria restrittiva: l'autonomia statutaria può prevedere esclusivamente i criteri di rettifica degli elementi dell'attivo e del passivo rettificabili;
- b) Teoria estensiva: l'autonomia statutaria può prevedere anche metodi e tecniche diverse di valutazione delle azioni

I CRITERI STATUTARI DI VALUTAZIONE DELLE AZIONI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



È controverso se sia possibile prevedere criteri finalizzati ad offrire una valutazione migliorativa o peggiorativa rispetto al valore equo della azione.

- a) Tesi restrittiva: la funzione della valutazione della azione, in caso di recesso, è quella di offrire il “fair value” della azione.
- b) Tesi estensiva: contesta la configurabilità in astratto di criteri evidentemente peggiorativi o migliorativi e, ad eccezione di criteri palesemente irrazionali, ammette la applicabilità di ogni criterio, indipendentemente dal risultato cui giunge.

La derogabilità al criterio legale deve ritenersi ammissibile esclusivamente in favore delle società con titoli non quotati.

LA CONTESTAZIONE DELLA VALUTAZIONE OPERATA DAGLI AMMINISTRATORI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Il socio, in occasione dell'esercizio del diritto di recesso, può contestare il valore espresso dalla Relazione predisposta dagli amministratori

In questo caso, il valore di liquidazione viene determinato da un esperto nominato dal Tribunale, il quale agisce in veste di "arbitratore" e deve decidere con "equo apprezzamento".

Nell'espletamento del proprio ufficio, l'esperto può disattendere le valutazioni seguite dagli amministratori.

L'esperto deve, comunque, attenersi ai criteri legali o statutari prescritti per la valutazione.

L'esperto non può autonomamente disattendere criteri statutari illegittimi

IL RECESSO DEL SOCIO NELLA S.R.L.: IL PROCEDIMENTO

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Soggetti legittimati:

- i soci che non hanno concorso alla assunzione delle delibere inerenti gli oggetti di cui all'art. 2473 cod. civ.;
- tutti i soci, in caso di società contratta a tempo indeterminato;
- i soci di una società sottoposta a direzione e coordinamento di altra, nelle ipotesi di cui all'art. 2497 *quater* cod. civ.;
- i soci cui è stato negato il gradimento da parte degli amministratori, nei casi di cui all'art. 2469 cod. civ.

Modalità e termini:

- previsioni statutarie, ovvero, in assenza, varie soluzioni contrastanti;

IL RECESSO DEL SOCIO NELLA S.R.L.: IL PROCEDIMENTO

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Liquidazione:

Il rimborso della partecipazione del socio recedente avviene mediante:

- offerta agli altri soci proporzionalmente alla propria partecipazione ovvero ad un terzo concordemente individuato dai soci medesimi.

Qualora ciò non avvenga, la società rimborsa la partecipazione attraverso:

- riserve disponibili, ovvero;
- riduzione del capitale sociale, ex art. 2485 cod. civ. e, in caso di accoglimento della opposizione dei creditori, ovvero, nel caso in cui la riduzione del capitale non sia possibile, la società si scioglie.

Inammissibilità e inefficacia del recesso

La revoca della delibera che legittima il recesso o lo scioglimento della società rendono il recesso inammissibile o inefficace

LA COMPETENZA A VALUTARE LA PARTECIPAZIONE

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Nel silenzio della legge, la partecipazione del socio che recede è valutata dagli amministratori.

Gli amministratori sono tenuti ad applicare il criterio di valutazione indicato dalla legge o, eventualmente, dallo statuto.

Si tratta di una discrezionalità tecnica e non arbitraria.

I CRITERI LEGALI PER LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



La partecipazione del socio che esercita il recesso deve essere valutata:

- in proporzione al patrimonio sociale;
- tenendo conto del valore di mercato al momento del recesso.

I margini di discrezionalità sono più ampi rispetto alla disciplina prescritta per la S.p.A. in quanto i criteri per la valutazione del patrimonio sociale sono rimessi alla scelta del valutatore.

Il valore di mercato deve essere riferito non alla partecipazione ma al patrimonio sociale.

Il termine di riferimento per la valutazione del patrimonio sociale è il momento in cui la dichiarazione di recesso perviene alla società.

DEROGABILITÀ DEL CRITERIO LEGALE

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Nonostante il contrasto tra gli autori, il criterio legale deve ritenersi derogabile dall'atto costitutivo.

Sia la assenza di un espresso divieto di rendere l'esercizio del recesso più gravoso rispetto al modello legale, sia la maggiore autonomia riconosciuta, in sede di definizione delle clausole dell'atto costitutivo, per la S.r.l., potrebbero indurre a ritenere ammissibile anche la previsione di un criterio di valutazione fondato esclusivamente sui valori di libro.

LA CONTESTAZIONE DEL VALORE ESPRESSO DAGLI AMMINISTRATORI

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



In caso di mancato accordo tra la società e il socio in ordine al valore della partecipazione, questo verrà determinato, mediante un arbitraggio, da parte di un esperto nominato dal Tribunale.