



La valutazione della quota del socio recedente

di Raffaele Marcello^(*)

L'articolo analizza i criteri per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente.

1. Premessa

La pratica professionale si è da sempre occupata di **valutazioni economiche**, avendo la necessità di rispettare le indicazioni scientifiche (criteri e metodi di valutazione) e le regole applicative più accreditate.

Il procedimento di valutazione è piuttosto complesso e richiede elevate competenze e più idonei *standard* di riferimento di generale accettazione, nonché un'adeguata diffusione della cultura della valutazione.

Al riguardo, le "Linee guida per le valutazioni economiche", frutto di una recente ricerca condotta dall'Università Bocconi¹, offrono indica-

zioni di percorsi virtuosi da seguire, ma in larga misura segnalano gli **errori da evitare**².

Anche se il nuovo quadro giuridico registra un significativo progresso rispetto al passato, in quanto fissa alcuni principi e fornisce indicazioni ai fini della determinazione del "**prezzo**" o del "**valore**" di aziende e partecipazioni, la situazione resta comunque confusa.

La maggior parte delle **regole** esistenti sono di **natura essenzialmente procedurale**, senza un contenuto tecnico rigoroso; in altre circostanze, invece, la legge fornisce alcune sommarie indicazioni di merito sulla nozione di valore. Si pensi, ad esempio, ai criteri di liquidazione delle azioni e delle quote di partecipazione (nella S.r.l.); nel qual caso, non si capisce perché la liquidazione delle azioni in caso di recesso del socio deve aver luogo: "... tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni" (art. 2437-ter, comma 2, del codice civile), mentre la liquidazione della partecipazione sociale nella S.r.l.: "... tenuto conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso..." (art. 2473, comma 3, del codice civile).

Pur nella consapevolezza che il tema affrontato nel presente lavoro ricomprende, in realtà, un profilo che riguarda le modalità attraverso le quali viene concretamente attuato il rimborso

commercialista, in "La Valutazione delle Aziende" n. 56/2010, pag. 45.

² L. Guatri, *Il primo passo verso un "Daubert test" italiano*, in "La Valutazione delle Aziende" n. 56/2010, pag. 3. Dello stesso autore si veda anche *L'etica nelle valutazioni aziendali: errori ed approssimazione*, in "La Valutazione delle Aziende" n. 54/2009, pag. 10.

^(*) Docente di Economia dei Gruppi e delle Concentrazioni Aziendali presso l'Università G. d'Annunzio, Chieti-Pescara. Componente del direttivo dell'Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili.

¹ L. Guatri-V. Uckmar (a cura di), *Linee guida per le valutazioni economiche, Un contributo alla società italiana e alla giustizia in sede civile, penale e fiscale*, Egea, Milano, 2009. In tema consulta, inoltre, L. Cardia, *Linee guida per le valutazioni economiche: l'ottica istituzionale*, in "La Valutazione delle Aziende" n. 56/2010, pag. 12; L. A. Bianchi, *Le valutazioni economiche nella prospettiva del diritto delle società e del mercato finanziario*, in "La Valutazione delle Aziende" n. 56/2010, pag. 22; M. Bini, *Le valutazioni economiche nella prospettiva della finanza aziendale*, in "La Valutazione delle Aziende" n. 56/2010, pag. 36; A. Casò, *Le valutazioni economiche nell'esperienza del dottore*

del valore della partecipazione del socio recedente, in questa sede ci si soffermerà esclusivamente sui **criteri di determinazione** del suddetto valore, con particolare cura agli elementi che, sulla base della disciplina legale, concorrono a definire le regole di valutazione.

2. Il diritto di recesso

L'istituto del recesso per la S.r.l. si caratterizza per l'esistenza di una specifica normativa dettata dalla legge, che riflette in maniera eloquente la maggiore **autonomia contrattuale** riconosciuta alle società medesime dalla riforma del 2003³. L'intento è quello di riconsiderare il diritto di recesso quale punto normativo di equilibrio del complesso e, talvolta, conflittuale rapporto tra interesse del socio ed interesse della società, rifuggendo lo schema classico del diritto soggettivo; inclinazione che si desume, da un lato, dall'**ampliamento delle ipotesi di recesso ex lege** unitamente al superamento del vincolo di tassatività delle stesse e, dall'altro, dalla prescrizione di nuovi criteri di determinazione del valore di liquidazione della partecipazione del socio uscente⁴.

Il legislatore della riforma ha, infatti, completato il novellato sistema di norme destinato a disciplinare il diritto di recesso, introducendo criteri di stima della partecipazione del socio uscente non più ancorati al capitale di gestione (o di funzionamento), ovvero al capitale netto risultante dal bilancio di esercizio, bensì al **valore economico del capitale d'impresa**⁵, con l'obiettivo di non vedere più frustrate, da parte del recedente, le aspettative di liquidazione del proprio investimento⁶.

³ D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6. Più specificamente, tra gli obiettivi della legge delega emergeva l'intento di dettare una disciplina a sé per le società a responsabilità limitata, dando particolare rilievo alla posizione del socio e ai "rapporti contrattuali" tra i membri della compagine sociale ovvero attribuendo alle organizzazioni in forma di S.r.l. una, per quanto possibile, ampia autonomia statutaria.

⁴ Segnatamente sul tema si consenta il rinvio a G. Agrusti-R. Marcello, *Il recesso del socio nelle s.r.l.: modalità, termini, efficacia e liquidazione della quota*, in "Le Società" n. 5/2006, pag. 569.

⁵ Cfr. G. Zanda-M. Lacchini-T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2001, pag. 5.

⁶ In questo senso, O. Cagnasso, *Sub art. 2473 cod. civ.*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino-G. Bonfante-O. Cagnasso-P. Montalenti, Clueb, 2004, pag. 1840; M. Faieta, *Società a responsabilità limitata chiusa, diritto di*

Il "diritto di *exit*" consente, infatti, al socio, non partecipante alla deliberazione cui è ancorato il diritto medesimo (*ex lege* o statutariamente), di preservare il suo investimento, accordandogli una "corsia preferenziale di uscita dalla compagine sociale"⁷. Il diritto di recesso assurge, in questo modo, conformemente al nuovo quadro normativo e in un'ottica economico-finanziaria, a strumento di **garanzia di disinvestimento**.

La determinazione del valore di liquidazione della partecipazione protesa a consentire un disinvestimento a valori reali, e non meramente contabili, dovrebbe pertanto tendere a circoscrivere le **ipotesi di abuso** dell'istituto del recesso e costituire un deterrente all'assunzione di decisioni avventate e poco lungimiranti da parte dell'organo di vertice. L'imprenditore, peraltro, non potrà trascurare nelle sue previsioni il rischio che il fabbisogno finanziario aziendale possa, *ceteris paribus*, essere incrementato, laddove – in occasione dell'esercizio del diritto di *exit* – quest'ultimo comporti il ricorso all'utilizzo di riserve disponibili e/o, eventualmente, a deliberare la riduzione del capitale sociale, depauperandone i mezzi propri.

3. Il valore della partecipazione

Per effetto delle disposizioni contenute nel comma 3 del novellato art. 2473 del codice civile, qui richiamate, nella determinazione del valore di liquidazione della quota del socio che esercita il diritto di recesso, il riferimento è alla **consistenza patrimoniale** della società (c.d. patrimonio sociale)⁸.

Nel caso di disaccordo tra società e soci recedenti, in ordine alla determinazione del valore attribuibile alle rispettive partecipazioni, la norma prevede il ricorso a un esperto nominato dal Tribunale, che dovrà provvedervi ai sensi dell'art. 1349, comma 1, del codice civile.

exit e tecniche di rimborso del valore della partecipazione sociale, in "Rivista del Notariato", 2004, pag. 309.

⁷ Cfr. F. Magliulo, *Il recesso e l'esclusione*, in AA.VV., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Ipsoa, Milano, 2004, pag. 201.

⁸ M. Monti, *Nuovo diritto di recesso: come valutare la quota del socio uscente*, in "Amministrazione & Finanza" n. 18, 2004, pag. 49. Approfondimenti relativi all'interpretazione del nuovo art. 2437-ter del codice civile, sui criteri di determinazione del valore delle azioni, sono diffusamente trattati da M. Caratozzolo, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a.*, (I e II parte), in "Le Società" n. 10/2005, pag. 1209 e n. 11/2005, pag. 1340.

La norma riformata ha così svincolato la determinazione del patrimonio sociale dal bilancio d'esercizio, introducendo il principio della determinazione della quota in base al suo **valore di mercato**. Tale ricostruzione interpretativa, peraltro, è rinvenibile nella relazione che accompagna il decreto di riforma⁹, nella quale si legge che "... è di particolare rilievo la disciplina dettata dal terzo comma dell'art. 2473, che tende ad assicurare che la misura della liquidazione della partecipazione avvenga nel modo più aderente possibile al suo valore di mercato". La locuzione "valore di mercato", sebbene in prima approssimazione equivocabile, va, evidentemente, intesa nella sua accezione di **valore economico pro quota del capitale**.

Considerando che non esiste un mercato regolamentato di partecipazioni in società a responsabilità limitata, non è possibile conoscere a quale prezzo sarebbero scambiate partecipazioni similari; pertanto, il loro valore deve essere ottenuto **valutando l'intero patrimonio sociale e rapportando tale importo alla percentuale di possesso** di cui è titolare il socio recedente¹⁰.

Il **valore** così determinato, che può essere definito **oggettivo**, nel senso che prescinde dalle caratteristiche delle parti interessate alla transazione, si contrappone ai **valori soggettivi** che, per contro, sono influenzati dalle loro caratteristiche.

Per cui, nonostante il valutatore adotti la soluzione che ritiene più adeguata al caso specifico, con particolare riguardo al settore di riferimento dell'azienda, alla sua redditività e alla dinamica di sviluppo dell'impresa, la stima sarà verosimilmente caratterizzata da una **"spessa patina" di soggettività ed arbitrarietà** per effetto dell'utilizzo di fattori non determinabili in maniera obiettiva.

In tale circostanza, emerge, inoltre, la necessità che il valutatore adotti una metodologia in grado di evitare, o quanto meno circoscrivere il più possibile, comportamenti discrezionali e arbi-

⁹ Relazione allo schema del D.Lgs. n. 6/2003.

¹⁰ L'assunto, in dottrina, non è immune da autorevoli defezioni, per le quali si rimanda a L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998, pag. 393, che scrive: "A ben vedere solo in un caso il valore del capitale definisce sicuramente anche il valore di un pacchetto azionario: quando quest'ultimo corrisponde alla totalità delle azioni in circolazione. Quando, viceversa, tale situazione non si presenta, non è affatto detto che il valore del pacchetto sia definibile mediante un semplice calcolo di proporzionalità ...".

trari nella determinazione del valore economico dell'azienda.

Generalmente per determinare il valore di un'azienda vengono utilizzati metodi di valutazione che si esplicitano in **formule matematiche**¹¹.

La dottrina economico-aziendale e i *practitioner* offrono – a tal proposito – un ventaglio di soluzioni molto ampio¹².

Sebbene, in questo ambito, numerose sono le proposte e gli schemi impiegati, nella sostanza, e salvo aspetti di dettaglio o terminologici, è noto ricondursi alla seguente distinzione:

- a) metodi patrimoniali,
- b) metodi reddituali,
- c) metodi misti patrimoniali-reddituali,
- d) metodi finanziari¹³.

Essi sono fondati su elementi sostanzialmente differenti e possono dare risultati anche molto disparati tra loro¹⁴.

4. La metodologia di valutazione

Il tema della valutazione d'azienda è stato affrontato, più volte, attraverso l'individuazione di soluzioni alternative aventi tutte lo stesso obiettivo: ridurre la **soggettività** e l'arbitrarietà della stima, senza però trattare i problemi generali ad esso collegati.

Nell'ipotesi qui esaminata, considerando che il valore di una partecipazione in una società può dipendere da molti fattori, il perito, per ridurre il conflitto tra i soci sul valore della quota da liqui-

¹¹ Senza che ciò debba contribuire ad alimentare convincimenti errati in chi legge, in quanto la valutazione d'azienda consiste in un processo che deve essere osservato attraverso una pluralità di profili, il cui risultato è un giudizio di valore e non un esercizio di misurazione realizzabile da chiunque disponga di una conoscenza di modelli teorici bi base.

¹² Sui diversi criteri di determinazione del valore, si rinvia a L. Guatri-M. Bini, *Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005, pag. 437.

¹³ Fuorviante sarebbe, ai nostri fini, richiamare i metodi dei multipli di mercato, che consistono nello stimare il valore dell'azienda sulla base dei prezzi evidenziati su mercati regolamentati per aziende ad essa comparabili.

¹⁴ La difformità nei risultati può essere elevata anche nel caso di utilizzo del medesimo metodo di valutazione, in presenza di scelte differenti all'interno delle variabili da considerare. Ad esempio, la diversa selezione dei saggi di attualizzazione da impiegare nei metodi finanziari, la considerazione o meno del valore dei beni immateriali nei metodi misti patrimoniali-reddituali, le modalità di determinazione del risultato economico di riferimento in quelli reddituali.

dare, nella sua relazione deve assicurare un'**adeguata analisi del modello prescelto** e dei parametri posti alla base della determinazione del valore¹⁵. Infatti, solo una descrizione chiara permette di conoscere il processo di valutazione seguito e di individuare il grado di parzialità e di discrezionalità utilizzato dal valutatore¹⁶.

Un altro elemento molto importante sotto l'aspetto valutativo è quello di determinare un **valore generale, razionale e dimostrabile**, nel senso che sia astratto dalle situazioni specifiche dei soggetti interessati alla misurazione e sia determinato sulla base di elementi logici e comprovabili¹⁷.

Alla luce della siffatta disamina, nel caso specifico della valutazione di una quota di un socio recedente di società (a responsabilità limitata), è auspicabile che la stima non prescindere dalle seguenti considerazioni:

- il valore di un'azienda è in **funzione della sua capacità di produrre reddito**¹⁸;
- il valore attribuibile ad un'azienda **non può essere inferiore** al suo **valore netto di liquidazione**.

L'interrogativo che immediatamente si pone riguarda la necessità o meno di tenere conto dell'eventuale *surplus* di reddito da attribuire genericamente e in via residuale ad **avviamento**, de-

terminazione che, nella fattispecie, non può essere considerata un automatismo¹⁹.

Pertanto, nell'ottica di garantire al socio la realizzazione del valore effettivo della partecipazione, la risposta non potrà che essere affermativa a condizione che le disposizioni statutarie includano espressamente l'avviamento tra gli elementi che concorrono nella determinazione del valore della quota²⁰.

Partendo da questi concetti, propri degli studi aziendalistici, è conveniente che la valutazione di un'azienda, nella congettura prospettata, venga utilmente effettuata attraverso l'utilizzo di un **metodo patrimoniale semplice**²¹, integrando successivamente quest'ultimo con un **metodo reddituale**²² o con un **metodo finanziario**²³, o, più limitatamente, destinando gli stessi alla verifica della correttezza e della congruità dei risultati ottenuti mediante l'applicazione del metodo patrimoniale²⁴.

¹⁵ Al fine di risultare efficace, la relazione di valutazione deve rispondere a quattro "regole base": deve dimostrare la conoscenza dell'azienda, dei mercati e dei settori nei quali essa opera; deve dimostrare la conoscenza dei mercati finanziari; deve essere la fedele interprete del processo valutativo; deve essere una rappresentazione convincente, cioè ordinata, documentata, comprensibile del lavoro professionale svolto e delle conclusioni cui esso è pervenuto. Cfr. L. Guatri-M. Bini, *op. cit.*, pag. 1017.

¹⁶ Negli Stati Uniti le associazioni professionali giungono a definire con rigore le regole che vanno seguite nella definizione dei contenuti e nei principi cui debbono ispirarsi le relazioni (*business valuation standards*).

¹⁷ Parte della dottrina contrappone il valore generale al valore soggettivo. Il primo è quello che prescinde dagli effetti contingenti della domanda e dell'offerta, è quello che deve prescindere dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione e, in particolare, dalle forze contrattuali che le parti esprimono. Il secondo, invece, rappresenta il valore di un'azienda nella prospettiva dell'utilità della sua acquisizione o cessazione da parte di uno specifico soggetto. Cfr. C. Caramiello, *La valutazione dell'azienda*, Giuffrè, Milano, 1993, pag. 22.

¹⁸ "Il valore economico del capitale d'impresa non può che essere collegato ad una prospettiva di reddito (o, se si preferisce, di flussi di cassa), dalla quale deriva la possibilità di recupero di tale valore": E. Cavalieri, *Il valore economico del capitale d'impresa*, in "Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia aziendale", gennaio-febbraio/2002, pag. 41.

¹⁹ Per le S.p.a., invece, la relazione illustrativa al decreto delegato fa esplicito riferimento (anche se in maniera erronea e non congrua) all'avviamento nell'ambito della determinazione del valore delle azioni, quale componente che deriva dalle prospettive reddituali dell'impresa che deve "correggere" (normalmente in aumento) il valore della "consistenza patrimoniale" della società. Cfr. M. Caratozzolo, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a., op. cit.*, pag. 1340.

²⁰ In tal senso P. Reviglione, *Tecniche di liquidazione del socio recedente*, Atti del Convegno "Srl: pratica, casi e crisi", tenutosi a Roma 21 Febbraio 2009 (n. 3/2009).

²¹ Questi metodi esprimono il valore dell'azienda come somma del valore corrente dei singoli cespiti, al netto del valore corrente delle passività aziendali. "In linea di massima i metodi patrimoniali tendono a determinare l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di struttura patrimoniale (elementi attivi e passivi) perfettamente identica (in tutte le sue caratteristiche) a quella cui si riferisce la valutazione". Così, O. Paganelli, *Valutazione delle aziende*, Utet, Torino, 1990, pag. 12.

²² Il metodo reddituale consente di tenere conto delle prospettive reddituali e dei potenziali incrementi dovuti a presumibili flussi di redditi, consistendo nella determinazione del valore dell'azienda (anche) in funzione del reddito che quest'ultima è in grado di generare, con riferimento ad un determinato arco temporale.

²³ Con il metodo finanziario, il valore del patrimonio aziendale viene determinato in funzione dell'idoneità a produrre flussi di cassa, attualizzati in base a determinati tassi.

²⁴ Tra i vari metodi di stima elaborati dalla letteratura e dalla prassi, tuttavia, un modello alternativo che viene caldeggiato in quanto sembra contemperare le esigenze del socio uscente, da un lato, e quelle dei terzi e degli altri soci, dall'altro, è quello misto che deriva dalla combinazione di un duplice criterio: il primo, di tipo patrimoniale, fondato su valori-*stock* e, il secondo, di origine reddituale an-

Su tale ultimo aspetto, si evidenzia che i metodi reddituali esprimono il valore dell'azienda in funzione del valore attuale dei redditi medi normali attesi²⁵. Da un punto di vista teorico, hanno una minore fondatezza metodologica rispetto ai metodi finanziari, ma presentano difficoltà più contenute di previsione e soddisfano pienamente il requisito della generalità e dell'obiettività.

Se i metodi reddituali sono, quindi, in grado di assicurare il rispetto della prima delle condizioni poste per determinare correttamente il valore della quota del socio recedente, il secondo requisito può essere soddisfatto soltanto utilizzando un metodo patrimoniale semplice²⁶.

L'articolazione del ragionamento avanzato sconta però un limite, in quanto abitualmente i metodi patrimoniali sono oggetto di forti critiche in quanto essi contraddicono l'affermazione assiomatica secondo cui il valore dell'impresa nel complesso è diverso dalla semplice somma dei valori dei suoi singoli componenti, sebbene consentano comunque di individuare il valore mi-

corato, al contrario, alla misurazione di variabili-flusso. "Si tratta, peraltro, di un approccio valutativo che sconta i limiti legati ai metodi patrimoniali rispetto ai quali la ponderazione con una variabile "correttiva" di natura reddituale vuole, evidentemente, rappresentare una risposta all'esigenza di ridimensionare i citati vincoli al fine di rendere la regola patrimoniale valida sotto il profilo concettuale, oltre a unire, al contempo, l'obiettività dei metodi patrimoniali e la visione prospettica dei metodi per flussi". A.M. Biscotti, *Il diritto di recesso nelle società di capitali alla luce della novella legislativa. Alcune considerazioni civilistiche, economiche e contabili*, in "Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia aziendale", Quaderni monografici, n. 52.

²⁵ L'ipotesi alla base dei metodi reddituali è quella che "...il valore economico del capitale aziendale è funzione della corrente di reddito che l'azienda è potenzialmente in grado di produrre in futuro.... in esso riescono a trovare espressione, non solo gli elementi materiali che caratterizzano la combinazione produttiva, ma ogni altro fattore intangibile e ogni altra condizione (conoscenze acquisite, valori imprenditoriali, cultura aziendale, impostazione strategica, e così via) che concorre a creare e a sviluppare capacità di reddito": L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2009, pag. 33.

²⁶ Del resto, tecnicamente "... anche il metodo patrimoniale semplice ha alla sua base considerazioni di natura reddituale: infatti si ipotizza che il reddito che l'azienda è capace di produrre nel corso del tempo sia un reddito congruo. In ipotesi che così non sia, occorre sommare algebricamente al patrimonio netto rettificato una correzione reddituale equata al valore della differenza tra il reddito atteso e il reddito congruo, attualizzata per un periodo infinito, ovvero per il numero di anni che il valutatore reputa necessari per condurre l'azienda in equilibrio economico". Cfr. G. Zanda-M. Lacchini-T. Onesti, *op.cit.*, pag. 155.

nimo attribuibile ad un complesso aziendale simulando un'ipotesi di liquidazione.

Concretamente, per mitigare probabili censure circa l'approccio metodologico prescelto, appare utile determinare il valore dell'azienda, e – quindi – della partecipazione, creando un *trait d'union* tra i due metodi e liquidare la quota al socio recedente sulla base del valore più elevato²⁷. Di tali risultanze, conseguentemente, sarà informato il socio recedente che avrà così a disposizione il valore economico del capitale dell'azienda derivante dalla stima e quello di sua spettanza in proporzione della quota da liquidare.

5. La rilevanza degli sconti di minoranza

Benché si riscontrino orientamenti non univoci²⁸, è opportuno non escludere, idealmente, la necessità, o quantomeno la possibilità, di tenere conto, nella valutazione della partecipazione del socio recedente, delle singole peculiarità che caratterizzano la liquidazione.

In primo luogo, occorre precisare che, nei casi in cui una partecipazione minoritaria venga scambiata tra "soggetti indipendenti", il relativo valore potrebbe non coincidere con il capitale economico *pro quota*, in quanto al suddetto valore è possibile operare uno **sconto di minoranza**²⁹ per ridotti poteri e/o uno **sconto di liquidità** per assenza di mercato (*lack of marketability*)³⁰.

²⁷ "Il legislatore, anche in base a quanto esplicitamente affermato nella Relazione illustrativa (che come si è ricordato richiede di correggere la situazione patrimoniale effettiva con le prospettive reddituali), suggerisce di fatto l'impiego di un metodo di valutazione misto, ossia basato sia sulla stima del valore effettivo dei singoli elementi dell'attivo e del passivo, sia sulla capacità dell'azienda di generare utili". Cfr. M. Ventoruzzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in "Rivista delle Società" n. 2-3/2005, pag. 378.

²⁸ Cfr. P. Reviglioni, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milano, 2008.

²⁹ Lo "sconto di minoranza" è spesso considerato nella pratica il contrapposto del "premio di controllo", anche se ciò non significa un'equivalenza sul piano quantitativo. Anzi, secondo alcune tesi, lo sconto di minoranza, se non viene confuso con la "causa di negoziabilità", non esiste affatto, o esiste in ipotesi estreme.

³⁰ Per ulteriori approfondimenti in merito alle circostanze in cui gli sconti di minoranza e di liquidità si giustificano, si vedano, tra gli altri, T. Onesti, *Sconti di minoranza e sconti di liquidità. Ridotti poteri e mancanza di mercato nella valutazione delle partecipazioni*, Cedam, Padova, 2002, pag. 63 e S. Coronella, *Premi di maggioranza e*

Come in precedenza accennato, infatti, la partecipazione al capitale di una società a responsabilità limitata potrebbe costituire un investimento non prontamente e convenientemente liquidabile, per carenza di potenziali acquirenti. In questi casi, si dovrebbe tenere, altresì, conto – ai fini della determinazione del valore economico della partecipazione – della condizione che penalizza la posizione dell'investitore, trovando pertanto giustificazione l'applicazione di uno **sconto c.d. di liquidità**³¹.

Di fatto, nella stima di questa grandezza, laddove applicata, si ricorre a *rule of thumbs* piuttosto che ad algoritmi quantitativi, posto che la possibilità di determinare il premio di liquidità è affidata a strategie empiriche che mostrano diversi limiti e forzature. Tuttavia, nella particolare circostanza esaminata, dovranno essere sempre considerati i seguenti due aspetti, con riferimento alla determinazione del valore *pro quota* del capitale economico aziendale:

- i) la **dimensione relativa della partecipazione** del socio uscente;
- ii) le **modalità di rimborso** della stessa.

Più precisamente, se il socio recedente è in possesso di una partecipazione minoritaria “significativa” e il rimborso di quest'ultima avviene con esborso a carico della società, bisogna tenere conto del “**danno**” che essa subisce a causa del recesso.

Nell'ipotesi in parola, infatti, la società, privandosi di liquidità, potrebbe trovarsi costretta a ricorrere all'indebitamento – con il conseguente sostenimento di oneri finanziari – e le ridotte prospettive di redditività future della società potrebbero probabilmente far diminuire anche il valore economico del capitale aziendale³².

sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: un approccio empirico, in “Rivista dei Dottori Commercialisti” n. 1/2010, pag. 99.

³¹ Anche se spesso tale sconto viene determinato in modo implicito nell'ambito del processo negoziale e non estrinsecato come componente autonoma della valutazione.

³² In realtà, il valore economico del capitale determinato con il metodo reddituale (o misto) riflette già la proiezione della redditività attesa in relazione alle mutate condizioni. Ciò posto, diviene opinabile la necessità di fornire ulteriori precisazioni sull'entità del valore economico del capitale *post* recesso, dal momento che forse sarebbe più opportuno sottolineare la circostanza dell'aspetto “danno” nella valutazione globale delle variabili incluse nella formula impiegata. La problematica si amplifica con riferimento all'utilizzo del metodo patrimoniale, in quanto il tal caso si potrebbe anche prefigurare di quantificare il danno e decurtarlo dal valore economico del capitale *ante* recesso,

Pertanto, in tal caso, il rimborso della partecipazione del socio uscente dovrebbe avvenire sulla base del valore *pro quota* del capitale economico calcolato dopo l'operazione di recesso, per riflettere, appunto, il nocimento che la società subisce a causa di tale operazione.

Nella situazione in cui, invece, la partecipazione del socio di minoranza venga acquistata dagli altri soci o da terzi estranei, oppure quando la dimensione della stessa risulti trascurabile, il valore del capitale economico aziendale non subisce alcuna variazione sostanziale a seguito dell'uscita del socio dalla società. Di conseguenza, la stima del valore della partecipazione in parola potrà avvenire, in questo caso, sulla base del capitale economico calcolato prima del recesso.

6. Conclusioni

Le considerazioni svolte nelle pagine precedenti possono essere riassunte come segue.

Le novità introdotte dalla riforma del diritto societario in merito al recesso del socio recano una notevole innovazione anche nella procedura di liquidazione della quota di partecipazione dello stesso, in quanto il valore non è più determinato in base ai dati storici, espressi nel bilancio d'esercizio, ma in base al **valore corrente del patrimonio aziendale**.

Lo scopo del legislatore è quello di assicurare una maggiore **tutela al socio investitore** che, per i motivi previsti dalla legge o dallo statuto sociale, decide di uscire dalla società.

I criteri da seguire nella determinazione del valore della quota devono mitigare, al contempo, l'esigenza del socio di disinvestire dalla società e la **salvaguardia dell'integrità del capitale sociale**, in considerazione che, nell'ipotesi in cui la società non abbia i mezzi per soddisfare i soci, bisogna procedere alla sua liquidazione. Tale evenienza avrebbe effetti negativi sull'intera compagine sociale per la forte riduzione di valore che l'azienda dovrebbe subire.

Da qui la necessità che gli **statuti sociali**, nel rispetto del criterio generale del “valore di mercato”, individuino in maniera compiuta i percorsi che i periti incaricati dalle parti o dal Tribunale devono seguire per determinare il valore delle quote dei soci receduti. Seguendo questa logica, il valore della partecipazione da liquidare appare meno sindacabile, in quanto il valore stimato de-

o ancora esprimere tale danno come differenziale tra i due valori economici confrontati (*ante* e *post* recesso).

riva da grandezze controllabili il cui livello di soggettività è stato relativamente limitato.

Il socio, infatti, avrebbe il pieno controllo del valore prospettato, potendo egli stesso riscontrare il rispetto dei criteri individuati nello statuto.

Senza volersi addentrare in articolati distinguo, ma condensando gli esiti del dibattito dottrinale in semplici coordinate operative, si può dire che, pur nel silenzio del comma 3 dell'art. 2473 del codice civile, l'opinione prevalente ritiene ammissibile l'introduzione statutaria di diversi e più specifici parametri di determinazione del valore di liquidazione, a condizione che, con riferimento alle ipotesi inderogabili di recesso, essa non si traduca nell'eliminazione del riferimento al valore di mercato o, comunque, nell'introduzione di deroghe *in peius*.

Con riguardo alla fattispecie di recesso di fonte statutaria, la dottrina è propensa, invece, ad ammettere anche la previsione di criteri più sfavorevoli al recedente, rispetto a quello previsto dal più volte richiamato comma 3 dell'art. 2473 del codice civile. Per altri, invece, tra i vari metodi, quello **patrimoniale** assume un **ruolo di preminenza**, non modificabile statutariamente, in quanto la valorizzazione della componente patrimoniale del complesso aziendale rappresenta un elemento caratterizzante ed indefettibile della liquidazione della partecipazione del recedente, che traspare con evidenza dalla lettera della

norma e che corrisponde alla *ratio* di quest'ultima; non sarebbe, quindi, legittima una clausola che, ad esempio, prevedesse l'utilizzazione del metodo reddituale come **unico** criterio di liquidazione, in sostituzione di quello patrimoniale. Tanto il metodo reddituale che quello finanziario possono essere configurati dall'atto costitutivo come criteri destinati ad **integrare** o a **verificare** la stima ottenuta con il metodo patrimoniale³³.

Appare, da ultimo, funzionale precisare che nella procedura di determinazione del valore della partecipazione, gli amministratori non hanno l'obbligo di predisporre un apposito bilancio ai sensi dell'art. 2423 del codice civile, ma, al fine di determinare con maggiore attendibilità il valore del patrimonio sociale, dovrebbero redigere una **situazione contabile** (redatta con riferimento alla data di **dichiarazione di recesso**) per aggregare gli elementi dell'attivo e del passivo secondo il "modello di bilancio", inteso nell'accezione aziendalistica³⁴.

³³ Cfr. P. Reviglioni, *Tecniche di liquidazione del socio recedente*, *op.cit.*

³⁴ In particolare, il preciso riferimento alla dichiarazione di recesso consente di non tener conto delle perdite verificatesi successivamente, ovviandosi in tal modo a sottovalutazioni artificiali penalizzanti per il socio recedente. Cfr. A. Tricoli, *Il recesso del socio nella nuova S.r.l.: alcuni profili problematici*, in *www.dirittonotarile.it*, 2006.