

Società a responsabilità limitata

# Il recesso del socio nelle s.r.l.: modalità, termini, efficacia e liquidazione della quota

di GIOVANNI AGRUSTI e RAFFAELE MARCELLO (\*)

**I dubbi relativi alle lacune normative sulla disciplina del recesso nella s.r.l. debbono essere risolti alla luce della accentuata matrice contrattualistica dell'istituto applicato alle società.**

**Di qui, per quel che concerne i profili giuridici, dovrà farsi ricorso alla disciplina generale del recesso adattata alle peculiari esigenze che l'istituto assolve in seno alla società, dall'altro, per quel che concerne i profili economici, le parti potranno stabilire metodi convenzionali per valutare la quota di liquidazione spettante al socio receduto, dovendosi comunque attenere a valori correnti e reali del patrimonio sociale.**

## Premessa

L'istituto del recesso per la s.r.l. si caratterizza in modo del tutto innovativo rispetto al passato, sia per l'esistenza di una apposita normativa dettata dalla legge, sia per la nuova funzione economica della s.r.l., all'interno della quale è destinato ad operare e che, al contempo, contribuisce a realizzare.

In passato, il recesso, la cui disciplina veniva dettata per la s.p.a. ed estesa alla s.r.l. mediante rinvio, incontrava un generale sfavore da parte della dottrina, della giurisprudenza e dello stesso legislatore, in quanto si poneva in contrasto con uno dei principi cardini posti a tutela dell'attività sociale, ovvero quello secondo il quale, ex art. 2377 c.c. (1), le decisioni assunte in conformità della legge e dell'atto costitutivo dall'assemblea vincolano tutti i soci.

Oggi, invece, il recesso si caratterizza sia per un potenziamento della funzione di reazione della minoranza alle modificazioni rilevanti dell'originario contratto sociale assunte senza la sua partecipazione (2), sia per una maggiore tutela apprestata all'investimento del socio nella società (3), sia per una più adeguata modalità di calcolo della liquidazione della sua partecipazione (4).

Tali aspetti risultano ancora più accentuati nella disciplina del recesso dettata per la s.r.l., alla luce della generale rilevanza e preminenza della figura del socio e della sua posizione contrattuale rispetto alla stessa attività sociale. È in virtù del particolare ruolo del socio, difatti, che si giustifica il più elevato numero di ipotesi in cui il recesso è riconosciuto per legge rispetto alla s.p.a., con la possibilità di prevedere ulteriori cause, nonché la completa autonomia delle parti nel disciplinarne le modalità di esercizio.

## Le modalità

Alla fine di proporre alcune soluzioni ai dubbi sorti a seguito dell'introduzione del nuovo art. 2473 c.c. (5), sembra opportuno partire dalla natura dell'istituto del recesso del socio.

Già sotto il vigore della vecchia disciplina, dottrina e giurisprudenza erano sostanzialmente concordi nel ritenere che il recesso del socio dalla società rappresentasse una forma di recesso contrattuale di cui all'art. 1373 c.c. (6). Tale soluzione trova oggi maggior conforto alla

### Note:

(\*) Pur essendo il lavoro frutto di un disegno unico, G. Agrusti ha redatto i primi quattro paragrafi e R. Marcello i successivi quattro.

(1) Rubricato antecedentemente alla riforma «Invalidità delle deliberazioni».

(2) R. Rordorf, *Il recesso del socio di società di capitali: prime riflessioni dopo la riforma*, in questa *Rivista*, 2003, 923; A. Morano, *Analisi delle clausole statutarie alla luce della riforma delle società di capitali*, in *Riv. not.*, 2003, 303; F. Galgano, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato Galgano*, Padova, 2003, 360; V. Calandra Buonauro, *Il recesso del socio nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, I, 2005, 292.

(3) In questo senso, O. Cagnasso, sub art. 2473 c.c., in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante; O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 1840; M. Faieta, *Società a responsabilità limitata chiusa, diritto di exit e tecniche di rimborso del valore della partecipazione sociale*, in *Riv. not.*, 2004, 309.

(4) Cfr. gli autori citati nelle note precedenti. Per una analisi di questo aspetto prima della riforma: S. Cappiello, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, 243.

(5) Rubricato «Recesso del socio».

(6) Rubricato «Recesso unilaterale». Per la dottrina civilistica: G. D'Avanzo, *Recesso*, in *Noviss. Dig. it.*, XIV, Torino, 1967, 1084; G. Gabrielli - F. Padovini, *Recesso*, in *Enc. dir.*, Milano, XXXIX, 1988; G. Sangiorgi, *Recesso*, in *Enc. giur.*, Roma, XXVI, 1991; F. Galgano - G. Visintini, *Del-*

(segue)

luce del carattere marcatamente contrattualistico che la legge conferisce al fenomeno societario, ed in particolare alla s.r.l. (7).

Sembra, pertanto, opportuno ricostruire gli aspetti del recesso del socio dalla società attraverso un puntuale riferimento alla disciplina dettata per il recesso contrattuale, discostandosi solo in presenza di previsioni eccezionali.

Unanimemente, il recesso contrattuale consiste in un atto unilaterale, recettizio (8), «la cui causa va individuata nella funzione assolta dal potere attribuito alla parte: realizzare l'interesse alla deroga all'impegno contrattuale» (9).

Tali caratteri, in assenza di previsioni contrastanti, debbono trovare applicazione anche nel recesso societario (10).

Per quel che concerne il carattere recettizio della dichiarazione del socio, mentre per la s.p.a. la legge prescrive le modalità di comunicazione, per la s.r.l. viene lasciata ampia libertà all'autonomia statutaria. Una simile scelta lascia, quindi, impregiudicati i casi in cui lo statuto nulla preveda a riguardo, generando alcune perplessità circa la forma ed il termine per l'esercizio del recesso.

Ebbene, per quel che concerne la forma della dichiarazione, non sembra possa rinviarsi direttamente a quanto previsto in sede di s.p.a. (11). Difatti, la forma ivi prescritta, ovvero la lettera raccomandata, non attiene né ad un aspetto naturale dell'istituto del recesso, né ad un suo particolare atteggiarsi all'interno di un ente corporativo (12). In altre parole, il legislatore avrebbe potuto benissimo prescrivere forme diverse, quali, ad es., quella della notifica a mezzo Ufficiale Giudiziario, o altri, senza comunque modificare l'essenza dell'istituto.

Se non può trovare applicazione la disciplina dettata per le s.p.a., sembra invece opportuno rifarsi alla omologa disciplina del recesso prevista per le società di persone, ex art. 2285 c.c., rispetto al quale viene riconosciuto unanimemente il principio della libertà delle forme (13), con l'unica differenza rappresentata dal fatto che, trattandosi di ente corporativo, nella s.r.l. il recesso potrebbe essere comunicato agli organi amministrativi piuttosto che a tutti i soci, come invece avviene nelle società di persone.

Occorre a riguardo precisare che libertà di forme non significa comportamento concludente, e, pertanto, non potrà essere ritenuto recedente il socio che, ad es., non partecipi più alla vita sociale, in quanto la dichiarazione recettizia deve consistere comunque in una dichiarazione, anche verbale, comunicata agli organi competenti (14).

### Il termine

**P**er quel che concerne il termine entro il quale esercitare il recesso, anche qui la legge rimette tutto alla disciplina statutaria in mancanza della

quale il socio potrà esercitare senza limiti di tempo il proprio diritto di recesso.

Sotto un profilo strutturale, va preliminarmente ricordato che il termine non rappresenta un requisito essenziale, ma meramente accidentale, dell'istituto del recesso, come messo in evidenza sia da parte della dottrina civilistica (15) sia da parte della dottrina commercialistica (16). Sotto il vigore della vecchia disciplina, difatti, l'art. 2437 c.c. (17) prescriveva, anche per la s.r.l., un termine molto breve per la comunicazione del recesso, ma tale scelta rispondeva ad una precisa volontà del legislatore di accentuare nelle società di capitali, rispetto

### Note:

(segue nota 6)

la rappresentanza, in *Commentario al codice civile*, a cura di A. Scialoja - G. Branca, Roma Bologna, 1993, 58; M. Franzoni, *Degli effetti del contratto*, in *Commentario al codice civile*, a cura di P. Schlesinger, Milano, 1998, 308. Per la dottrina commercialistica: V. Buonocore, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 197; G. Frè, *Società per azioni*, in *Commentario al codice civile*, a cura di A. Scialoja - G. Branca, Roma Bologna, 1982, 756; G. Ferri, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1980, 445; F. Fenghi, *La riduzione del capitale. Premesse per una ricerca sulla funzione del capitale nelle società per azioni*, Milano, 1974, 91. Contra, D. Galletti, *Sulle forme e sulle modalità del recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1999, II, 247.

(7) In questo senso, la legge delega n. 366 del 2001, art. 3, comma 2, lett. a). Tra gli altri, R. Rordorf, *op. cit.*, 923.

(8) Per tutti, U. Carnevali, *Effetti del contratto*, in *Istituzioni di diritto privato*, a cura di M. Bessone, Torino, 2000, 680.

(9) Così, G. Sangiorgi, *op. cit.*, 7.

(10) In dottrina: V. Buonocore, *La S.r.l.*, in *La riforma delle società*, Bologna, 2003, 179; G. Ferri, *Le società*, in *Trattato di dir. civ. it.*, a cura di F. Vassalli, Torino, 1987, 281; in giurisprudenza: Cass. 19 marzo 1994, n. 5598, in *Giust. civ. Mass.*, f. 3; App. Milano 13 maggio 2003, in *Giur. it.*, 2004, c. 122.; Trib. Milano 28 gennaio 1997, in *Notariato*, 1997, 543; Trib. Milano 1996, in *Gius.*, 1994, 107.

(11) In questo senso, invece, L. Lanzio, *Il recesso del socio di S.r.l.*, in questa *Rivista*, 2004, 150; M. Perrino, *La rilevanza del socio nella S.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 825; Associazione Preite, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Bologna, 2003.

(12) F. Galgano, sub art. 1373 c.c., in *Commentario al codice civile*, a cura di A. Scialoja - G. Branca, Roma Bologna, 1993, 58.

(13) In questo senso, in dottrina, G. Ferri, *Le società*, in *Commentario al codice civile*, a cura di A. Scialoja - G. Branca, Roma Bologna, 1980, 320; F. Ferrara - F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1996, 319. In giurisprudenza, Cass. 16 dicembre 1988, n. 6849, in *Giur. it.*, 1989, I, 1, 1130; Cass. 6 febbraio 1965, I, 203. Per la libertà delle forme di esercizio del recesso si esprime anche la dottrina civilistica in riferimento all'art. 1373: G. Gabrielli - F. Padovini, *op. cit.*, 43; F. Galgano, *op. cit.*, 58.

(14) A riguardo, in ragione della elasticità del nuovo modello della s.r.l., è stato proposto un rinvio al modello capitalistico ovvero al modello personalistico in ragione del particolare e concreto atteggiarsi della s.r.l.: in questo senso, G. Zanarone, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 92. È stato altresì proposto di rimettere al socio di valutare il più opportuno mezzo con il quale effettuare la propria dichiarazione di recesso: in questo senso, G.U. Santosuosso, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 212.

(15) G. De Nova, *Il recesso*, in *Trattato Rescigno*, Torino, 1982, 549; G. Sangiorgi, *op. cit.*, 7.

(16) G. Ferri, *op. cit.*, 319.

(17) Rubricato antecedentemente alla riforma «Diritto di recesso».

alle società di persone, la certezza delle situazioni giuridiche, con riferimento, soprattutto, al capitale sociale.

Oggi, invece, l'assenza di un termine per l'esercizio del recesso per la s.r.l. non può sorprendere. Difatti, in primo luogo, sotto il profilo sistematico, l'ordinamento conosce ipotesi di recesso *ad nutum*, non più solo per le società di persone, ma anche per la società di capitali, quando la società sia contratta a tempo indeterminato. La conseguenza di tale previsione, sia per la s.r.l. quanto per la s.p.a., risponde alla inammissibilità di un vincolo che abbia durata illimitata (18). Sotto un profilo funzionale, invece, l'esposizione della società al recesso del socio senza un termine per il suo esercizio, pone indubbiamente la società, e la sua attività, in una situazione di incertezza, che non può non caratterizzarla negativamente, in termini di affidabilità e garanzia, nei confronti dei creditori e del mercato in genere (19).

Dovendosi escludere un rinvio alla disciplina della s.p.a., per i motivi innanzi esaminati (20), rimane la necessità di contemperare gli interessi della società e dei creditori dalle facili strumentalizzazioni di una tale previsione. A riguardo, sembra soccorrere esclusivamente l'operatività del principio di buona fede: il socio che non ha partecipato all'assunzione di una determinata delibera dalla quale scaturisce per lui il diritto di recedere dalla società non potrà esercitare tale diritto qualora la condotta da lui tenuta successivamente alla delibera sia stata di segno del tutto opposto (21). Ulteriori correttivi a tale previsione non sembra possano emergere dal sistema (22), cosicché la s.r.l. si caratterizzerà sul mercato anche e soprattutto per la possibilità, ed il conseguente rischio per i creditori, che soci di capitale esercitino il proprio diritto di recesso anche a lunga distanza di tempo dalla delibera che li legittima a tanto. Di qui, l'opportunità di regolare statutariamente l'esercizio del diritto di recesso, con la previsione di un termine.

### Il carattere recettizio

**I**l recesso, come innanzi precisato, consiste in una dichiarazione unilaterale recettizia posta in essere dal socio legittimato a recedere. Il carattere recettizio della dichiarazione di recesso determina due importanti conseguenze: la irrevocabilità del recesso una volta esercitato e la efficacia del recesso nel momento in cui la dichiarazione giunge a destinazione.

Per quel che concerne la irrevocabilità del recesso, tale aspetto discende come conseguenza naturale della recettività della dichiarazione di recesso (23). Una volta che la dichiarazione di recesso giunge alla società non sarà più possibile per il socio eliminarne gli effetti.

Per quel che concerne, poi, il tema della efficacia del recesso, l'argomento è stato lungamente dibattuto in passato, senza che sia stato possibile raggiungere risultati stabili, e la riforma non si è pronunciata direttamente sul punto. In particolare, il problema attiene alla determinazione del momento in cui il socio recedente perde

la sua qualità di socio, con la conseguente perdita dei relativi diritti amministrativi e patrimoniali. A riguardo, è possibile individuare due posizioni. Secondo una prima ricostruzione, il socio perderebbe tale *status* solo nel momento in cui venga liquidata in suo favore la sua quota di partecipazione (24). Secondo una diversa ricostruzione, invece, il socio perderebbe la sua qualità nel momento in cui la comunicazione del recesso perviene alla società (25). Ebbene, la soluzione che sembra doversi preferire è la seconda. In primo luogo, il recesso, come innanzi considerato, rappresenta il potere di una parte di sciogliersi da un contratto: ne consegue che una volta esercitato tale diritto, l'effetto sarà appunto quello dello scioglimento del vincolo sociale rispetto al socio.

In altre parole, l'effetto del recesso è lo scioglimento del vincolo sociale rispetto al socio recedente, e non il sorgere di un nuovo diritto, rappresentato dalla liquidazio-

#### Note:

(18) A riguardo, R. Costi - F. Di Chio, *Società di persone*, in *Giur. sist. di dir. civ. e comm.*, fondata da W. Bigiavi, Torino, 1980, ove ulteriori riferimenti.

(19) Sul tema, G. Oppo, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 487.

(20) Sono, invece, per un rinvio ai termini di cui all'art. 2437 bis c.c., M. Stella Richter, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 408; M. Maltoni *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, 311; M. Perrino, *op. cit.*, 825.

(21) Sul principio di buona fede, G. Ferri, *op. cit.*, 320.

(22) È stato sostenuto che il termine per l'esercizio del recesso coincida nel termine per l'impugnazione della delibera che lo rende legittimo (così A. Carestia, sub art. 2473 c.c., in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, 2003, 148). In realtà, una simile impostazione sembra non tenere conto del fatto che il recesso non si pone come alternativa all'impugnativa di una delibera, e che, anzi, normalmente il recesso presuppone una delibera valida.

(23) Unanimemente la dottrina civilistica, cfr. gli autori citati alla nota n. 4, cui *adde*, F. Roselli, *Recesso dal contratto*, in *Trattato di diritto civile*, a cura di M. Bessone, Torino, 2002, 267.

(24) Per la dottrina precedente alla riforma: G. Grippo, *Il recesso del socio*, in *Trattato Colombo - Portale*, Torino, 1999, 181; G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale*, II, Torino, 2002, 485; F. Ferrara - F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Torino, 2001, 565; F. Chiomenti, *La revoca delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1969, 136; G. Presti, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 110. Propone una ricostruzione diversa del recesso, come procedura per la liquidazione della quota, D. Galletti, *op. cit.*, 252. Per la dottrina successiva alla riforma: R. Rordorf, *op. cit.*, 360; R. Rosapepe, *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 479; V. Calandra Buonauro, *op. cit.*, 308.

(25) Per la dottrina precedente alla riforma: L. De Angelis, *Esercizio del diritto e perdita dello status di soci*, in *Società*, 1994, 1227; E. E. Bonavera, *Esercizio del diritto di recesso del socio di società di capitali*, *ivi*, 2001, 322; per la dottrina successiva alla riforma: E. E. Bonavera, *Commento a Trib. Roma 11 maggio 2005*, *ivi*, 2006, 55; M. Maltoni, *op. cit.*, 311. Diversa è la posizione di F. Corsi, *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, I, 2005, 320, secondo il quale il socio perderebbe il proprio *status* con il decorrere del termine riconosciuto alla società per revocare la delibera che ha determinato l'esercizio del diritto di recesso. Tale posizione non può essere applicata alla disciplina legale dettata al recesso del socio di s.r.l. non essendo previsto un termine entro il quale la società può revocare la propria delibera.

ne della quota, che, più propriamente, si pone quale conseguenza di quello scioglimento, e non come sua premessa.

Tale posizione, d'altronde, è pacificamente ammessa con riguardo al recesso dalle società di persone, la cui disciplina, quanto ai tratti essenziali, come innanzi visto, è del tutto omologa a quella oggi prevista per il recesso dalla s.r.l. Ebbene, rispetto al recesso nelle società di persone, non appare sostenibile che «la liquidazione della quota spettante al socio recedente si ponga come *condicio iuris* della efficacia del recesso» (26). È possibile, inoltre, cogliere un ulteriore argomento a sostegno della efficacia istantanea del recesso anche dall'art. 2473, ultimo comma, c.c., concernente gli effetti della revoca della delibera che ha legittimato il recesso (27). Difatti, in questo caso, è previsto che il recesso non possa essere esercitato, o se esercitato perda efficacia, se la società revoca la delibera che lo legittima o se è determinato lo scioglimento della società. Due sono le conferme alla ricostruzione proposta che possono trarsi da questa disposizione. La prima è che la legge indirettamente riconosce al recesso efficacia sin dal momento in cui viene esercitato, cioè dalla relativa comunicazione, indipendentemente dalla liquidazione della quota, che, in altre parole, non può rappresentare nemmeno una condizione sospensiva. In questo senso si esprime la prima pronuncia giurisprudenziale in tema di efficacia del recesso dopo l'entrata in vigore della riforma, secondo la quale «Il recesso si perfeziona al momento del ricevimento da parte della società della relativa comunicazione», cui consegue che il socio «non può più essere considerato facente parte del sodalizio societario», potendo pretendere solamente la liquidazione della propria partecipazione (28).

La seconda consiste nel fatto che, proprio perché il recesso produce i propri effetti prima della liquidazione della quota, il legislatore interviene sulla relativa disciplina, introducendo una previsione eccezionale, e quindi, non naturale, secondo la quale questo perde efficacia in presenza di determinati eventi.

In altre parole, la revoca della delibera o la delibera di scioglimento della società, di per sé, non sarebbero idonee ad esprimere alcun effetto sulla efficacia del recesso esercitato dal socio. È solo attraverso una apposita previsione speciale che il legislatore può determinare gli effetti ivi previsti.

### Criteri normativi per la determinazione del valore della quota

Uno degli aspetti più innovativi introdotti nel diritto di recesso dalla società a responsabilità limitata riguarda le differenti modalità di determinazione del valore della quota del socio che esercita il recesso (29), introdotte appunto dall'art. 2473 c.c. (30).

Il vecchio art. 2437 c.c. (31), per la determinazione del

valore della partecipazione da rimborsare al socio recedente, distingueva il caso delle società quotate in Borsa da quello di tutte le altre.

Nel primo caso si faceva riferimento al prezzo medio delle azioni nell'ultimo semestre, nel secondo caso il valore della partecipazione era determinato in proporzione al patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio.

Con la riforma del diritto societario, nella determinazione del valore di liquidazione della quota del socio che esercita il recesso, il riferimento è alla consistenza patrimoniale della società (cd. patrimonio sociale) (32). Il terzo comma dell'art. 2473 c.c. (33), dispone, infatti, che il valore della partecipazione viene determinato «... tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso» (34).

Nel caso di disaccordo tra società e soci recedenti, in ordine alla determinazione del valore attribuibile alle rispettive partecipazioni, la norma prevede il ricorso ad un esperto nominato dal tribunale, che dovrà provvedervi tramite relazione giurata (35).

### Requisiti per una corretta valutazione

La nuova norma ha così svincolato la determinazione del patrimonio sociale dal bilancio d'esercizio ed ha introdotto il principio della valutazione della quota in base al suo valore di mercato.

Considerando che non esiste un mercato regolamentato di partecipazioni in società a responsabilità limitata, non è possibile conoscere a quale prezzo vengano scambiate partecipazioni simili, pertanto, il valore della partecipazione deve essere ottenuto valutando l'intero patrimonio

#### Note:

(26) G. Ferri, *op. cit.*, 321.

(27) Cfr. nota 5.

(28) Trib. Roma 11 maggio 2005, in *Società*, 2006, 54.

(29) C. Nocera, R. Patimo, *L'ampliamento delle nuove cause legali di recesso tutela maggiormente i soci a scapito della società*, in *Guida nor.*, n. 223 del 13 dicembre 2004.

(30) Cfr. nota 5. Approfondimenti, invece, relativi all'interpretazione del nuovo art. 2437 *ter* c.c., 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 questa *Rivista*, nn. 10 e 11, 2005.

(31) Cfr. nota 17.

(32) M. Monti, *Nuovo diritto di recesso: come valutare la quota del socio uscente*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 18, 2004, 49.

(33) Cfr. nota 5.

(34) Va tuttavia osservato che la norma dettata dall'art. 2473 c.c., in merito al recesso del socio di società a responsabilità limitata fa impropriamente (o erroneamente) riferimento al «valore di mercato» del patrimonio sociale che quest'ultimo evidentemente non ha.

(35) La nomina dell'esperto avviene «... su istanza della parte più diligente». Nell'adempimento del proprio incarico l'esperto dovrà procedere con equo apprezzamento con la conseguenza che, se dalla relazione giurata non fosse possibile determinare il valore della partecipazione o questo risultasse iniquo, detta determinazione dovrà essere fatta dal giudice (art. 1349, comma 1, c.c.).

sociale (36) e dividendo tale importo per la percentuale di partecipazione spettante al socio recedente (37).

Il valore equo della partecipazione, pertanto, deve discendere da quello complessivo del patrimonio dell'azienda. Ciò implica la valutazione dell'intera azienda, non più al valore di libro, bensì al valore economico del suo capitale, inteso come valore obiettivo dell'azienda in un determinato momento, espresso da una valutazione generale (38), razionale e dimostrabile (39).

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 (40).

Per determinare il valore di un'azienda vengono utilizzati metodi di valutazione che si esplicitano in formule matematiche.

La dottrina economico aziendale e la prassi professionale offrono un ventaglio di soluzioni molto ampio (41).

In base ai dati utilizzati nelle formule matematiche si distinguono: a) metodi patrimoniali, b) metodi reddituali, c) metodi misti patrimoniali-reddituali, d) metodi finanziari (42).

I metodi di valutazione sono fondati su elementi sostanzialmente differenti e possono dare risultati anche molto diversi tra loro.

Si è soliti, infatti, fare riferimento alla diversità concettuale esistente tra i metodi patrimoniali, rispetto ai quali il valore dell'azienda è determinato in base alla differenza tra il valore corrente delle attività e quello corrente delle passività, e i metodi finanziari puri, per i quali gli unici elementi utili per la determinazione del valore sono i flussi finanziari netti (43).

Per questi motivi, nonostante il valutatore adotti la soluzione che ritiene più adeguata al caso specifico, con particolare riguardo al settore di appartenenza dell'azienda, alla sua redditività e alla dinamica di sviluppo dell'impresa, la stima sarà comunque caratterizzata da una «spessa patina di soggettività ed arbitrarietà» (44) per effetto dell'utilizzo di fattori non determinabili in maniera oggettiva.

La variabilità del valore attribuibile al patrimonio aziendale potrebbe determinare valutazioni discordanti da parte degli amministratori e del socio uscente, rendendo necessaria, come già accennato, la nomina di un esperto da parte del tribunale.

In tale circostanza emerge, inoltre, la necessità che questi adotti una metodologia di valutazione in grado di evitare, o quanto meno circoscrivere il più possibile, comportamenti discrezionali e arbitrari nella determinazione del valore economico dell'azienda.

### Metodologia di valutazione

La dottrina economico-aziendale e la prassi professionale, nonostante il tema della valutazione delle aziende sia stato ampiamente trattato an-

cora, non hanno individuato un metodo da preferire per qualsiasi circostanza.

Pertanto, sono state ricercate soluzioni aventi l'obiettivo di ridurre la soggettività e l'arbitrarietà della valutazione senza affrontare i problemi generali legati alla valutazione delle aziende.

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 liquidare, nella sua relazione deve assicurare un'adeguata descrizione del modello utilizzato e dei parametri posti alla base della determinazione del valore (45). Infatti, solo una descrizione chiara permette di conoscere il processo di valutazione seguito dal perito e di individuare il

#### Note:

(36) A tal proposito è opportuno evidenziare che il valore dell'azienda deve sempre essere distinto dal prezzo, inteso come possibile ragione di scambio ed, in quanto tale, influenzabile da situazioni soggettive legate alla forza contrattuale delle parti ed al loro interesse particolare alla transazione.

(37) «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 ...»: L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 1998.

(38) «Valutazione generale significa che essa prescinde da effetti contingenti di domanda ed offerta; ed in particolare - quando la stima si riferisce ad un'azienda che deve essere compra-venduta - che essa prescinde dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione (di acquisizione, apporto, fusione, etc.) ed in particolare delle forze contrattuali che le parti esprimono». V. L. Guatri, *op. cit.* Per una precisa definizione di valore generale si rinvia a J. Viel, O. Bredt e M. Renard, *La valutazione delle aziende*, Milano, 1973.

(39) L. Guatri, *op. cit.*

(40) Si fa riferimento, ad esempio, alla valutazione di un'azienda in ipotesi di acquisizione. In questo caso l'acquirente può stimare il valore della società anche in considerazione delle eventuali sinergie realizzabili con le società già possedute.

(41) Sui diversi criteri di determinazione del valore si rinvia a L. Guatri e M. Bini, *Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 2005.

(42) In tutto il mondo i metodi di valutazione delle aziende ispirati al patrimonio appaiono in decadenza, essi risultano totalmente rimpiazzati dai metodi fondati sui flussi (con particolare riferimento ai flussi attesi). P. Capaldo, *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Milano, 1998.

(43) La differenza nei risultati può essere altresì elevata anche nel caso di utilizzo del medesimo metodo di valutazione, in presenza di scelte differenti tra le diverse variabili da considerare. Ad esempio, una diversa scelta dei saggi di attualizzazione nei metodi finanziari, la considerazione o meno del valore dei beni immateriali nei metodi misti patrimoniale-reddituale, le modalità di determinazione del risultato economico di riferimento nei metodi reddituali.

(44) L. Guatri, *op. cit.*

(45) Al fine di risultare efficace, la relazione di valutazione deve rispondere a quattro «regole base»: deve dimostrare la conoscenza dell'azienda, dei mercati, 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. V. L. Guatri, M. Bini, *op. cit.*

grado di arbitrarietà e di discrezionalità utilizzato dal valutatore (46).

Un altro elemento molto importante per ridurre il livello di soggettività e di arbitrarietà della stima 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 dimostrabili (47).

Sulla base di queste considerazioni, nel caso specifico della valutazione di una quota in ipotesi di recesso di un socio da una società, è auspicabile che la stima non prescindere dalle seguenti considerazioni:

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

Partendo da questi due concetti fondamentali è opportuno che la valutazione di un'azienda in ipotesi di recesso di un socio venga utilmente effettuata partendo da un metodo reddituale di valutazione ed utilizzando come sistema di controllo un metodo patrimoniale.

In particolare, i metodi reddituali esprimono il valore dell'azienda in funzione del valore attuale dei redditi prospettici attesi (48). Da un punto di vista teorico hanno una minore fondatezza metodologica rispetto ai metodi finanziari, in quanto essi non tengono perfettamente conto della evoluzione temporale delle entrate e delle uscite, ma presentano minori difficoltà di previsione, soddisfano pienamente il requisito della generalità e dell'obiettività e sono considerati nella dottrina dell'Europa continentale indispensabili nella valutazione delle aziende.

Se i metodi reddituali sono in grado di assicurare il rispetto della prima delle condizioni poste per determinare correttamente il valore della quota di un socio che ha chiesto il recesso da una società, il secondo requisito può essere utilmente soddisfatto utilizzando un metodo patrimoniale.

In particolare, 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 generale, i metodi patrimoniali sono oggetto di forti critiche in quanto essi contraddicono l'affermazione assiomatica secondo cui il valore dell'impresa nel suo complesso è diverso dalla semplice somma dei valori dei suoi singoli componenti, ma sono in grado di determinare il valore minimo attribuibile ad un complesso aziendale simulando un'ipotesi di liquidazione.

Da un punto di vista operativo, pertanto, bisognerebbe determinare il valore dell'azienda e, quindi, della partecipazione utilizzando i due metodi e liquidare la quota al socio che ha esercitato il diritto di recesso sulla base del valore più elevato.

#### a) La determinazione del valore della quota

Il metodo reddituale di valutazione di un'azienda, nella

sua versione maggiormente diffusa, è espresso nella seguente formula:

$$W = \frac{U}{I}$$

La formula definisce il valore del complesso aziendale come valore attuale di una rendita perpetua dove:

W = valore della società;

U = utile medio atteso;

I = tasso di capitalizzazione dell'utile.

#### b) L'utile medio atteso

La stima dell'utile medio atteso (49), fermo restando tutte le tecniche offerte dalla dottrina economico-aziendale e dalla prassi professionale, in considerazione della specificità della valutazione e con l'obiettivo di ridurre il livello di soggettività della stima, potrebbe essere utilmente effettuata sulla base dei dati storici aziendali (50).

La proiezione dei dati storici dell'azienda potrebbe essere effettuata sulla base di una media aritmetica, semplice o ponderata per tenere maggiormente in conto i risultati degli ultimi anni, oppure potrebbe essere effettuata utilizzando tecniche di estrapolazione del *trend* storico mediante formule statistiche di interpolazione.

#### c) Il tasso di capitalizzazione

Il tasso di capitalizzazione del reddito medio atteso deve essere stimato individuando un «tasso opportunità», cioè un valore che esprime, in linea di principio, la redditività che le aziende operanti nello stesso settore, aventi caratteristiche simili alla società da valutare dovrebbero assicurare agli investitori in considerazione del livello di rischio cui sono sottoposti (51).

#### Note:

(46) 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*).

(47) 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, ed in particolare delle forze contrattuali che le parti esprimono: C. Caramiello, *La valutazione dell'azienda*, Milano, 1993.

(48) O. Paganelli, *Valutazione delle aziende*, Torino, 1990.

(49) L'utile medio atteso è quello che si prevede di attribuire all'azienda in un determinato futuro. Esso è considerato equo quando remunera soddisfacentemente, in base alle condizioni di mercato, l'investimento aziendale. V. C. Caramiello, *op. cit.*

(50) È ovvio che i dati storici potrebbero non essere confermati in futuro, ma la semplificazione appare utile per ridurre la soggettività della stima. I dati storici potrebbero essere integrati esclusivamente nel caso di comprovati mutamenti nella gestione aziendale che facciano prevedere un diverso e sostanziale andamento economico dell'azienda.

(51) Il tasso di capitalizzazione esprime in generale il rapporto tra reddito e capitale ritenuto congruo per l'investimento in capitale proprio di impresa alla luce delle correnti condizioni di mercato. La scelta del tasso di capitalizzazione costituisce il nodo principale del procedimento valutativo in esame. Piccole differenze nella scelta di tale parametro si riflettono in misura considerevole sul valore di stima ricercato.

La logica di determinazione di questo tasso di rendimento è basata sulla considerazione che un investitore valuta conveniente impiegare fondi in una attività economica se questa è in grado di compensarlo adeguatamente del rischio che in essa corre rispetto ai rendimenti offerti da investimenti privi di rischio.

Il tasso di rendimento medio «normale» atteso è esplicitato come sommatoria di due componenti, la prima rappresentativa di investimenti privi di rischio, la seconda rappresentativa di un premio per il rischio di investimento in uno specifico settore.

In sintesi:  $I = R_f + (R_m - R_f) * \beta$  (52).

Per la determinazione della componente reddituale priva di rischio ( $R_f$ ), la pratica aziendale fa riferimento al rendimento offerto dai titoli di stato a lunga scadenza.

Per determinare il premio di rendimento richiesto dagli investitori di un investimento rischioso, rispetto ad un investimento privo di rischio, si ricorre all'analisi storica della differenza tra il rendimento medio di un investimento in capitale di rischio ( $R_m$ ), e il rendimento medio degli investimenti senza rischio ( $R_f$ ).

Il rischio medio di mercato viene corretto moltiplicando il dato medio con il coefficiente  $\beta$  che esprime la variabilità di rendimento di un'azienda rispetto all'andamento del mercato.

Nel caso di partecipazioni in aziende non quotate in mercati regolamentati il coefficiente  $\beta$  non è rilevabile da statistiche ufficiali, pertanto, esso deve essere determinato sulla base di ulteriori stime.

Per questo motivo anche nella determinazione del tasso di capitalizzazione i livelli di soggettività sono molto elevati, in considerazione che la dottrina e la pratica professionale hanno individuato numerosi sistemi di determinazione del rischio specifico dell'azienda.

A tal proposito non è possibile suggerire percorsi per limitare il campo di azione del perito. È sicuramente utile evidenziare la necessità di esplicitare nella relazione di valutazione i parametri utilizzati e i criteri seguiti per la stima del tasso di capitalizzazione (53).

**d) Il metodo di controllo**

Dopo aver determinato il valore del patrimonio aziendale con il metodo reddituale, è necessario effettuare il controllo di questo dato stimando il valore con il metodo patrimoniale.

Per determinare il valore del patrimonio sociale utilizzando il metodo patrimoniale bisogna rettificare il valore del patrimonio netto contabile: a) rappresentando in valori monetari correnti tutte le poste non monetarie presenti in azienda (immobilizzazioni, rimanenze, titoli, partecipazioni), b) determinando l'eventuale valore dei beni immateriali non contabilizzati, c) attualizzando, eventualmente, il valore di crediti e debiti differiti senza interessi, o con interessi non in linea col mercato, d) determinando il valore di eventuali attività o passività potenziali.

Dopo aver stimato il valore del patrimonio sociale con i due metodi, in base ai principi generali enunciati pre-

cedentemente, la liquidazione della quota del socio receduto dovrebbe essere effettuata in base al valore più elevato risultante dai due metodi.

A tal proposito gli amministratori dovranno comunicare al socio uscente il valore economico del capitale dell'azienda risultante dalla stima, indicando conseguentemente quello di sua competenza in proporzione della quota da liquidare.

**e) Esempio di determinazione del valore di una quota**

Di seguito vengono riportate in sintesi le informazioni necessarie per determinare il valore di una partecipazione in una s.r.l. avente la seguente struttura patrimoniale e reddituale:

Risultato d'esercizio				
Anno X	Anno X+1	Anno X+2	Anno X+3	Anno X+4
54.461	125.465	751.781	1.660.628	1.962.358

Media dei risultati storici = 910.938

**Stima del tasso di capitalizzazione**

Rf = (tasso risk free)	4,2%
ERP = Premio di mercato per il rischio	5,0%
B (coefficiente beta)	1,07
Premio per il rischio dell'azienda (ERP × Beta)	5,35%
Rendimento medio normale	9,55%

**Stima del valore**

$$W = \frac{R}{I}$$

Risultato medio atteso	910.938
Rendimento medio normale	9,55%
Coefficiente di capitalizzazione	10,47
Valore azienda	9.537.521

Il valore dell'azienda determinato applicando il metodo reddituale puro con capitalizzazione illimitata del reddito medio prospettico è pari ad euro 9.537.521. Confrontando questo risultato con il valore derivante dall'applicazione del metodo patrimoniale riepilogato nella seguente tabella si evidenzia che la partecipazione al socio deve essere liquidata in base a tale ultimo valore.

**Note:**

(52) Nella formula: I = rendimento medio normale atteso; Rf = tasso di rendimento delle attività prive di rischio; Rm = rendimento delle attività rischiose; Rm - Rf = premio di rendimento.

(53) A tal proposito potrebbe essere utile effettuare analisi di sensitività dei risultati ottenuti variando i principali parametri utilizzati nei modelli matematici.

	Anno X+2	Rettifiche positive	Rettifiche negative	Valore rettificato
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI .....	€ 94.628		94.628	0
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI .....	€ 446.306	210.060		656.366
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE.....	€ 6.496.619		1.847.878	4.648.741
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI: .....</b>	<b>€ 7.037.553</b>			<b>5.305.107</b>
RIMANENZE .....	€ 7.653.260			7.653.260
CREDITI .....	€ 15.533.067	5.951.296		21.484.363
ATTIVITÀ FINANZIARIE .....	€ 1.303.713			1.303.713
RATEI E RISCOI .....	€ 18.809			18.809
DISPONIBILITÀ LIQUIDE .....	€ 3.295			3.295
<b>TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE .....</b>	<b>€ 24.512.144</b>			<b>30.463.440</b>
<b>TOTALE ATTIVO .....</b>	<b>€ 31.549.697</b>	<b>6.161.356</b>	<b>1.847.878</b>	<b>35.768.547</b>

	Anno X+2	Rettifiche positive	Rettifiche negative	Valore rettificato
CAPITALE SOCIALE .....	€ 1.249.980			
Riserve .....	€ 3.077.415			
Risultato dell'esercizio .....	€ 751.781			
<b>PATRIMONIO NETTO .....</b>	<b>€ 5.079.176</b>			
FONDO RISCHI ED ONERI .....	€ 524.244	442.309		81.935
FONDO T.F.R. ....	€ 592.347			592.347
<b>DEBITI:</b>				0
Esigibili entro l'anno; .....	€ 21.117.082			21.117.082
Esigibili oltre l'anno; .....	€ 4.002.000			4.002.000
Ratei e riscoti; .....	€ 234.848			234.848
<b>TOTALE. ....</b>	<b>€ 25.353.930</b>			<b>25.353.930</b>
<b>TOTALE PASSIVO .....</b>	<b>€ 31.549.697</b>	<b>442.309</b>	<b>0</b>	<b>41.107.388</b>

Patrimonio netto contabile anno X+2	5.079.176
Valore netto delle rettifiche	4.661.159
<b>Patrimonio netto rettificato</b>	<b>10.570.649</b>

## Conclusioni

**L**e novità introdotte dalla riforma del diritto societario in merito al recesso del socio presentano una notevole innovazione anche nella procedura di liquidazione della quota di partecipazione del socio, in quanto il valore non è più determinato in base a 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 liquidare 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.

In considerazione delle difficoltà presenti nella determinazione di un valore obiettivo del patrimonio sociale possono sorgere situazioni di conflitto tra il socio e gli amministratori della società. Per questo motivo appare necessario individuare criteri di valutazione relativamente semplici, dimostrabili, razionali e generali.

A tal proposito, può essere opportuno che gli statuti sociali, individuino in maniera relativamente precisa i percorsi che i periti incaricati dalle parti o dal tribunale seguano per determinare il valore delle quote dei soci receduti. Seguendo questa logica il valore della quota da liquidare appare meno sindacabile in quanto il valore stimato deriva da grandezze controllabili il cui livello di soggettività è stato relativamente limitato.

Il socio, infatti, avrebbe il pieno controllo del valore prospettato dagli amministratori, potendolo egli stesso

riscontrare il rispetto dei criteri individuati nello statuto (54).

Appare opportuno 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 c.c. (55), ma, al fine di determinare con maggiore attendibilità il valore del patrimonio sociale, dovrebbero predisporre una situazione contabile per aggregare gli elementi dell'attivo e del passivo secondo il «modello di bilancio», inteso nell'accezione aziendalistica.

A tal fine, uno strumento utile potrebbe essere un bilancio intermedio, privo di vincoli, e attagliato all'esigenza dell'azienda di misurare i risultati periodici della sua gestione (56).

secondo il quale, ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni, l'organo amministrativo dovrà apportare tutte quelle rettifiche dei valori contabili necessarie per rappresentare con il bilancio di recesso una situazione patrimoniale ed economica che sia espressione attendibile del capitale di funzionamento e della sua attitudine a produrre reddito. Sulla base di tale bilancio si determinerà il valore di liquidazione delle azioni del socio che ha manifestato la volontà di recedere, sulla base del valore dell'azienda (stimato con il metodo «patrimoniale a creazione di valore») in proporzione delle azioni da questi possedute all'atto di recesso nel rispetto dei diritti in esse incorporati.

(55) Rubricato «Redazione del bilancio».

(56) Le rilevazioni contabili soffrono delle norme giuridiche che dettano principi e criteri condizionanti il risultato di gestione e la loro incapacità di seguire la dinamica del valore degli *intangibles*. Inoltre, non va dimenticata la possibilità per la direzione di attuare politiche di «window dressing» o politiche di bilancio di altro tipo al fine di soppesare interessi che gravitano attorno all'azienda. Aspetti che evidentemente accrescono il discredito delle informazioni ricavabili dal bilancio.

#### Note:

(54) Un metodo alternativo è stato proposto da M. Monti, *op. cit.*, 49,

## CD-ROM

# Il Fallimento e le altre procedure concorsuali

**Giurisprudenza e dottrina**

*Con aggiornamento on-line incluso nel prezzo*

**La più completa banca dati interamente dedicata ai Professionisti del diritto fallimentare.**

**Ricca di approfondimenti dottrinali e giurisprudenziali garantiti da opinioni, note di commento, formule e orientamenti interpretativi d'Autore.**

#### NOVITA'

• **Gli orientamenti interpretativi correlati alla legge fallimentare a cura di Massimo Fabiani**

• **Collegamento con il Cd-Rom "Il curatore fallimentare", l'unica guida operativa in grado di assistere il curatore in tutte le fasi della procedura.**

Il collegamento tra le due banche dati consente al Professionista di avere uno strumento completo; l'unico in grado di coniugare operatività ed approfondimento per gestire al meglio ogni fase della procedura.

#### CONTENUTO

**Dottrina:** gli orientamenti interpretativi correlati alla legge fallimentare, gli articoli dei più autorevoli esperti di diritto fallimentare sulle problematiche più rilevanti della materia e le note d'Autore a commento delle sentenze.

**Formule:** tutti i testi relativi ad atti processuali ed extraprocessuali, con possibilità di gestione diretta e personalizzata.

**Giurisprudenza:** • **Corte Costituzionale:** tutti i provvedimenti dal 1979 completi

di motivazione e relativa nota di commento • **Corte di Cassazione:** tutte le pronunce, dal 1975, in materia fallimentare • **Merito:** tutti i provvedimenti vengono proposti completi di testo della motivazione • **Corti Comunitarie:** le più significative pronunce in materia fallimentare inserite con massima e testo della motivazione.

**Legislazione:** la legge fallimentare, la legge sull'amministrazione straordinaria, le leggi fiscali, il codice civile, il codice di procedura civile ed altri provvedimenti in materia fallimentare, opportunamente aggiornati e correlati alla giurisprudenza.

**Prassi amministrativa:** i testi dei provvedimenti ministeriali e di altre Autorità (Avv. dello Stato, Bankitalia, Consob), correlati alla legge fallimentare e ai profili fiscali di interesse.

*Prezzo Abbonamento:*

€ 500,00 + IVA 20%

*Canone annuo di aggiornamento:*

€ 320,00 + IVA 20%

*Periodicità di aggiornamento:*

trimestrale (4 Cd-Rom all'anno)

#### Per informazioni

• **Servizio Informazioni Commerciali**

(tel. 02.82476794 - fax 02.82476403)

• **Agente Ipsoa di zona** ([www.ipsoa.it/agenzie](http://www.ipsoa.it/agenzie))

• **www.ipsoa.it**

