

Modalità di determinazione del valore delle azioni in ipotesi di fattispecie legittimanti il diritto di recesso del socio. Esempio di modalità convenzionale di determinazione del valore

di Massimo Buongiorno - docente di finanza aziendale, Università Bocconi di Milano e Università Ca' Foscari di Venezia
e Marco Capra - dottore commercialista e revisore legale, Partner Theseus

La stima del valore di liquidazione da riconoscere al socio recedente pone numerose problematiche metodologiche. In primo luogo, la norma richiama genericamente alcune componenti del valore che non vengono definite con chiarezza ponendo problemi interpretativi. Inoltre la discrezionalità dell'amministratore è molto ampia se si segue il criterio "legale" quando l'insieme degli interessi confliggenti richiederebbe una maggiore certezza di valori.

Per tali motivi, la possibilità, consentita dalla normativa, di introdurre nello statuto criteri diversi può risultare utile per dare alla valutazione maggiore trasparenza e chiarezza.

Nel presente lavoro, dopo avere riassunto l'impianto normativo e analizzato il criterio "legale" di valutazione, proveremo a definire quelle precisazioni di metodo che appaiono più opportune.

La regolamentazione del diritto di recesso nella normativa vigente

Il diritto di recesso nelle società per azioni è regolato dall'art.2437 cod.civ. e seguenti.

Hanno diritto di recedere¹, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti:

- la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società (non essendo sufficiente una qualsiasi modificazione della stessa: cfr. Cass. n.14963/07);
- la trasformazione della società;
- il trasferimento della sede sociale all'estero;
- la revoca dello stato di liquidazione;
- l'eliminazione di una o più cause di recesso tra quelle che seguono ovvero previste dallo statuto;
- la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;
- le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione (co.1).

Hanno anche diritto di recedere, salvo che lo statuto preveda diversamente, i soci che non hanno concorso all'approvazione delle deliberazioni riguardanti:

- la proroga del termine (della durata della società);
- l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari (co.2).

Lo statuto può prevedere ulteriore cause di recesso, ma solamente per le società non quotate (art.2437, co.4 cod.civ.)

Ai sensi del comma 3 dello stesso art.2437 cod.civ., inoltre, qualora la società sia stata costituita a tempo indeterminato e le azioni non siano quotate in un mercato regolamentato il socio ha la possibilità di recedere con il preavviso di almeno centottanta giorni. Lo statuto può contenere la previsione di un termine maggiore, comunque non superiore ad un anno.

Infine, ai sensi del comma 6 dell'articolo in considerazione, è nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso, sia pure limitatamente alle ipotesi di cui al comma 1.

Il successivo art.2347-bis co.2 cod.civ. prevede che le azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso non possono essere cedute e devono essere depositate presso la sede sociale.

La revoca della delibera che legittima il recesso, se effettuata entro novanta giorni, comporta il venir meno della possibilità di esercitare il diritto (art.2347-bis co.3, cod.civ.).

Dopo aver definito il quadro generale della normativa di riferimento è, ai presenti fini, assai importante l'art.2347-ter cod.civ., rubricato "Criteri di determinazione del valore delle azioni".

In particolare il comma 2 dell'articolo in esame recita: "il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del

¹ Si vedano anche le speciali limitazioni introdotte con il D.L. n.3/15.

collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni".

Il successivo comma 3 trova particolare applicazione per le società quotate: *"Il valore di liquidazione delle azioni quotate su mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso. Lo statuto delle società con azioni quotate nei mercati regolamentati può prevedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri indicati ai commi 2 e 4 del presente articolo, fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio indicato dal primo periodo del presente comma".*

Inoltre al comma 4 è previsto che: *"lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione".*

La norma richiede infine che sia comunicato al socio il valore risultante dalle elaborazioni compiute dalla società nei quindici giorni precedenti l'assemblea (art.2437-ter co.5, cod.civ.) e che in caso di contestazione il valore di liquidazione sia determinato tramite relazione giurata di un esperto nominato dal Tribunale entro 90 giorni dall'esercizio del diritto (art.2437-ter, co.6 cod.civ.).

L'interpretazione valutativa

Prima di procedere nell'esame dei diversi criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso, andrà ricordato che l'attuale normativa costituisce un radicale cambiamento rispetto alla normativa previgente per la quale il recesso era considerato rimedio di ultima istanza a tutela delle minoranze; il "dimagrimento patrimoniale" che ne derivava e la conseguente minor garanzia per i creditori, scoraggiava il recesso mediante il ricorso a criteri di valutazione nei fatti penalizzanti².

La nuova normativa ha ampliato le fattispecie di recesso (ulteriormente ampliabile per le non quotate),

² Il cambiamento di prospettiva può essere ben colto dall'esame della Relazione al D.Lgs. n.6/03 (par. 6).

ma ha anche previsto criteri non più penalizzanti e in qualche modo concorrenziali rispetto all'ipotesi di cessione delle azioni sul mercato³.

La tutela dei creditori è prevista dall'art.2347-*quater* che:

1. impone agli amministratori di offrire in opzione le azioni del socio recedente a tutti gli altri soci in proporzione al numero di azioni possedute;
2. se rimangono azioni inopstate, coloro che esercitano l'opzione hanno diritto di prelazione;
3. ove residuassero azioni, gli amministratori possono collocarle presso terzi (se le società sono quotate il collocamento avviene per offerta pubblica);
4. la società acquista eventuali azioni non collocate nei limiti delle riserve disponibili;
5. in assenza di riserve disponibili si dovrà deliberare la riduzione del capitale ovvero lo scioglimento della società. È richiamata esplicitamente l'opposizione dei creditori di cui all'art.2445 co.2, 3 e 4 cod.civ..

Il dettato dell'art.2437-*ter* co.2, cod.civ. richiama per la valutazione delle azioni tre aspetti:

1. la consistenza patrimoniale della società;
2. le prospettive reddituali;
3. il valore di mercato.

La riconciliazione della lettera della norma con la teoria e la prassi valutativa è, in astratto, assai agevole richiamando le funzioni del valore fondate:

1. sull'informativa patrimoniale (metodi patrimoniali semplici e complessi);
2. sulla futura capacità di produrre reddito (metodi reddituali e forse anche finanziari);
3. sulle valutazioni comparative di mercato che utilizzano coefficienti moltiplicativi (cosiddetti metodi dei multipli).

Poiché la norma richiede che si debba tener conto delle tre diverse componenti pare ragionevolissima l'adozione di metodi misti (ad esempio con stima autonoma dell'avviamento o il metodo Eva).

La distanza tra l'attuale normativa e il testo previgente che richiedeva la liquidazione al socio recedente di un valore in proporzione al patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio è assolutamente evidente e richiama quanto indicato in precedenza.

In capo agli amministratori⁴ è, quindi, posto l'onere di determinare il valore di recesso utilizzando criteri di generale accettazione, con il solo vincolo di con-

³ M. Ventrizzo, "I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio" in *Rivista delle Società*, 2005.

⁴ Il parere degli organi di controllo non è vincolante.

siderare congiuntamente nella stima ciascuna delle tre componenti citate.

Poiché il valore delle azioni deve tenere conto di diversi interessi confliggenti (l'interesse della società a dare esecuzione alla delibera, l'interesse dei soci recedenti a lasciare la compagine societaria e l'interesse dei creditori a vedere tutelati i propri diritti), è necessario che il processo valutativo sia improntato al massimo rigore scegliendo:

1. varianti applicative dei criteri generali di massima diffusione e accettazione nella teoria e nella pratica;
2. utilizzando dati provenienti da fonti affidabili per quanto riguarda i parametri della valutazione (ad esempio tassi di interesse, multipli, coefficienti beta);
3. definendo con chiarezza le previsioni e le ipotesi utilizzate, descrivendo i modelli che sono stati utilizzati per costruirle (ad esempio per la stima dei ricavi e dei costi nei modelli reddituali o per la stima del costo di ricostruzione delle immobilizzazioni nei criteri patrimoniali);
4. sottoponendo i risultati ottenuti ad analisi di simulazione.

Rimane, tuttavia, irrisolto il problema del peso da attribuire a ciascun criterio nella stima del valore di sintesi. Tale problema si manifesta ogniqualvolta i criteri restituiscano dei risultati differenti.

In tale caso, in primo luogo il valutatore (l'amministratore o il "tecnico" che esegue la valutazione) dovrà considerare le ragioni di tali differenze cercando di ricondurle ad una logica coerente con il modello di *business* e l'evoluzione della società.

Ad esempio, se il confronto tra un valore risultante dall'applicazione di un metodo reddituale (o DCF) e quello emergente dall'applicazione del metodo dei multipli evidenzia forti scostamenti potrebbe essere necessario rivedere alcune delle ipotesi sulle quali si è costruito il modello previsionale dei flussi di reddito o di cassa, aggiustandole per eliminare ipotesi eccessivamente ottimistiche o pessimistiche.

È evidente comunque che tale aspetto lascia ampi spazi di discrezionalità in capo agli amministratori.

Si evidenziano poi ulteriori problematiche di natura metodologica e in particolare:

1. se siano ammissibili sconti di minoranza/illiquidità;
2. quale debba essere il peso da attribuire nella valutazione ai benefici potenziali derivanti dalle deliberazioni che hanno causato il recesso (ad esempio il cambiamento dell'oggetto sociale).

Tali temi, in presenza di letteratura e prassi ondive, sono stati affrontati dall'Organismo Italiano di Valutazione (Oiv) che ha trattato esplicitamente delle valutazioni in caso di recesso.

Rispetto al primo punto, l'Oiv sostiene⁵ che l'unità di valutazione è rappresentata dall'azienda nel suo complesso e il valore della singola azione si calcola pro-quota. Sono esclusi gli sconti di minoranza (che attengono alla partecipazione), ma sono invece applicabili gli sconti che si applicano sul valore dell'azienda, quali ad esempio gli sconti per l'eccessiva dipendenza da persone chiave o gli sconti di illiquidità nei casi di *business* che assorbono cassa e richiedono futuri finanziamenti.

Nella prassi, frequentemente la valutazione nel caso in esame viene erroneamente confusa con la valutazione di partecipazioni di minoranza nell'ipotesi di cessione sul mercato, che non può in alcun modo essere applicata al contesto in esame, dovendosi liquidare al socio recedente la quota parte del valore complessivo che anch'esso ha contribuito a generare⁶.

Infine e conseguente all'ultimo punto, il valore non deve tenere dei benefici potenziali, ma deve essere inteso "*as is*", ovvero il valore in atto stimabile sulla base delle risorse a disposizione della società al momento della valutazione⁷.

L'utilizzo di criteri di valutazione previsti dallo statuto

L'articolo 2437-ter cod.civ. al comma 4 prevede la possibilità che lo statuto definisca criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione. Il legislatore ha espressamente previsto che debbano essere indicati i criteri di rettifica dei valori patrimoniali, ma anche esplicitata la possibilità di includere altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione.

Una lettura restrittiva della norma porta a ritenere che i criteri diversi di determinazione del valore debbano limitarsi alla consistenza patrimoniale, predefinendo le modalità operative di riespressione a valori correnti delle attività e delle passività (o l'eventuale inclusione di intangibili non a bilancio) in modo da restringere la discrezionalità degli amministratori. Gli altri criteri (reddituale e di mercato) non

⁵ Oiv, Principi Italiani di Valutazione, Bozza in consultazione, 1 dicembre 2014, pag.205, righe 8174 e ss.

⁶ In tal senso la nozione di valore intrinseco richiamato dai Piv, pag.205, righe 8185-8194.

⁷ Piv, pagina 205, righe 8195-8214.

possono essere derogati rispetto all'impianto normativo dell'art.2437-ter, co.2 cod.civ. e quindi non è possibile prevedere "ipotesi semplificatrici".

Una lettura più "morbida", che ha trovato ampi consensi, tende a interpretare la norma nel senso di ritenere che questa abbia voluto fornire "esempi" di deroghe, ma che esse possano avere maggiore ampiezza per quanto attiene ai criteri patrimoniali ed estendersi anche agli altri criteri.

Seguendo la seconda interpretazione, l'opportunità di inserire le "deroghe" negli statuti è nella prassi prevalentemente limitata ai seguenti aspetti specifici:

1. la definizione del peso da attribuire ai tre criteri con la possibile estensione all'adozione di un unico criterio di valutazione;
2. la precisazione delle varianti di metodo da utilizzare, delle modalità di stima dei parametri e di riclassificazione delle voci di bilancio;
3. la traslazione dell'onere della stima ad un terzo arbitratore, esperto di valutazione che dovrà interpretare le norme di legge e statutarie nello specifico contesto.

Per quanto attiene al primo punto, più che alla predefinita di incidenze percentuali fisse è frequente che gli statuti rimandino a clausole del tipo: *"il valore dell'azione sarà da intendersi quale il maggiore (o minore) tra quelli risultanti dall'applicazione del criterio patrimoniale, reddituale e di mercato come di seguito definiti"*.

È evidente che tale pattuizione consente una maggiore facilità di calcolo e un più rapido raggiungimento di un valore di liquidazione, ma a scapito di una profondità di analisi e di un migliore ancoraggio ai fondamentali che potrebbe perdersi.

Si ritiene che i "diversi criteri" possano estendersi anche all'esclusione di alcuni criteri quando essi siano manifestamente non applicabili allo specifico contesto aziendale.

I criteri per le società immobiliari di puro godimento (che quindi non svolgono attività di sviluppo) prevedono normalmente la sola applicazione del criterio patrimoniale (stima separata di ciascun immobile eseguita da un esperto) e del criterio reddituale mediante la formula della capitalizzazione del canone.

Maggiormente articolate sono le considerazioni inerenti il secondo punto.

Ferma restando l'aderenza al dettato normativo, lo statuto precisa le modalità di applicazione.

I criteri patrimoniali semplici richiedono solitamente minori attenzioni posto che sia la teoria che la

prassi hanno da lungo tempo definito le metodologie valutative.

Al contrario, l'eventuale inclusione di intangibili pone maggiori criticità che renderebbero opportuno che lo statuto elencasse gli intangibili passibili di valutazioni (il marchio o la tecnologia) e definisse quale metodo di valutazione tra i molteplici possibili è il più adatto allo specifico contesto.

Le valutazioni di mercato richiedono la precisazione della grandezza di riferimento (Ebitda o Ebit) con il maggior dettaglio possibile. Ad esempio se la grandezza di riferimento è l'Ebitda una definizione tipica potrebbe essere: *"EBITDA da intendersi come la differenza tra le voci A e B6, B7, B8, B9, B10 limitata alla lettera d), B11, B12, B13 e B14 del conto economico redatto in conformità allo schema di cui all'art.2425 cod.civ."*⁸.

Il coefficiente moltiplicativo può essere già determinato (ad esempio 5 volte l'Ebitda) oppure determinabile sulla base di una fonte pre-definita (ad esempio il valore risultante per il settore sul sito *web* di A. Damodaran⁹) o di un modello di calcolo da svilupparsi con riferimento ad un set di comparabili.

La posizione finanziaria netta è una grandezza che, come l'Ebitda, è il risultato di una riclassificazione di bilancio per cui le possibili arbitrarietà nella stima possono essere risolte da specifiche pattuizioni statutarie.

Una definizione *standard* può essere la seguente: *"Posizione Finanziaria Netta" o "PFN": indica la differenza tra le voci D1, D2, D3, D4, D5 del passivo di stato patrimoniale e le voci C III e C IV dell'attivo di stato patrimoniale redatto in conformità allo schema di cui all'art.2424 cod.civ."*¹⁰.

È chiaro che una valutazione di mercato delineata dalle pattuizioni descritte si trasforma in una sorta di valutazione convenzionale nella quale la stima diviene una sorta di applicazione meccanica di modelli già definiti.

Il vantaggio è indubbiamente da ricercarsi in una maggiore chiarezza e trasparenza della stima che si fonda su criteri originariamente condivisi e di facile applicazione per il socio recedente; al contrario, il limite principale si ravvisa nella minore capacità di cogliere tutte le dinamiche sottostanti la formazione del valore della società.

⁸ Ove il contesto aziendale lo richiedesse, lo statuto può prevedere ulteriori aggiustamenti.

⁹ Si veda l'indirizzo <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹⁰ L'eventuale volontà di includere ulteriore debito (ad esempio il *leasing*) può rendere necessarie modifiche della struttura base.

Le valutazioni che si fondano sui flussi prospettici (reddituali e DCF) richiedono un set di ipotesi più articolato delle valutazioni di mercato e quindi sono più difficilmente riconducibili a valutazioni convenzionali. Tra le precisazioni da includere in statuto si considerano:

1. la scelta dell'approccio valutativo tra *asset side* ed *equity side*;
2. la scelta dell'orizzonte di valutazione (stima sintetica dei flussi oppure stima analitica per 3-5 anni e valore finale);
3. la definizione delle modalità di costruzione delle grandezze rilevanti (Ebitda, Ebit, Nopat, Flussi operativi e netti);
4. la definizione dei criteri per la stima dei tassi.

Infine, un ultimo aspetto riguarda la delega per la stima a un arbitratore (eventualmente già designato o predefinendo in statuto i requisiti che deve avere) che in qualità di tecnico si prenderà carico di determinare il valore di liquidazione.

Tale scelta è opportuna per la maggiore tutela degli interessi di tutti i soggetti coinvolti e anche per maggiore speditezza nel rispetto dei termini previsti dalla normativa vigente.

La recente introduzione dei PIV, emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione, consente il possibile richiamo in statuto ad una valutazione da effettuarsi nel rispetto dei Piv, riducendo parte delle precisazioni indicate.

In sintesi, le valutazioni di recesso spaziano da situazioni nelle quali lo statuto non contiene alcuna pattuizione aggiuntiva rispetto al criterio "legale" previsto dall'art.2473-ter, co.2 cod.civ. e, quindi, lascia ampio spazio alla discrezionalità degli amministratori a situazioni alternative nelle quali lo statuto tende a restringere gli spazi fino a ridurre la valutazione a un mero calcolo sulla base di parametri già noti o facilmente determinabili.

Non è agevole esprimersi, come detto, in merito all'opportunità delle "deroghe", ma pare utile sottolineare che le pattuizioni statutarie hanno il compito di meglio definire le modalità applicative dei metodi e, quindi, dovrebbero essere chiare e facilmente comprensibili. Sono, al contrario, frequenti i casi nei quali l'interpretazione di clausole ambigue ha creato molti più problemi di quanti ne volesse risolvere.