

COLLANA DEL DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE
DELL'UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI BRESCIA

coordinata da
Fabio Addis e Antonello Calore

DIALOGHI
TRA GIURISTI E AZIENDALISTI
in tema di operazioni straordinarie

a cura di
MARIO NOTARI



GIUFFRÈ EDITORE

ISBN 88-14-14439-7

© Copyright Dott. A. Giuffrè Editore, S.p.A. Milano - 2008

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

Tipografia «MORI & C. S.p.A.» - 21100 VARESE - Via F. Guicciardini 66

MARCO REBOA

CRITERI DI STIMA DELLE AZIONI
IN CASO DI RECESSO DEL SOCIO: ALCUNE RIFLESSIONI
SULL'ARTICOLO 2437-TER COD. CIV.

1. Premessa. — 2. I «criteri legali». — 2.1. L'approccio patrimoniale. — 2.2. L'approccio reddituale. — 2.3. L'approccio di mercato. — 2.4. L'approccio dei metodi misti patrimoniali-reddituali. — 3. Il «criterio convenzionale». — 4. I cd. «premi di maggioranza» e «sconti di minoranza». — 5. I criteri di valutazione per le azioni quotate nei mercati regolamentati.

1. *Premessa.* — I criteri estimativi previsti dal legislatore al 2° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ. (1) definiscono il valore da attribuire alle azioni non quotate oggetto dell'esercizio del recesso assumendo, a principio ispiratore, una nozione di *valore economico* propria della dottrina aziendale. Ed in effetti, la «consistenza patrimoniale», le

(1) L'articolo 2437-ter cod. civ., che disciplina i criteri di determinazione del valore delle azioni da liquidare al socio recedente, mantiene la distinzione operata nel precedente testo dell'articolo 2437 cod. civ. (ante Riforma) tra società quotate e non quotate e, nel merito, stabilisce che «il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione contabile, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni» (da qui in seguito anche i cd. «criteri legali» indicati al 2° comma). Il valore di liquidazione delle azioni quotate in 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» (da qui in seguito anche il cd. «criterio legale» indicato al 3° comma, v. *infra* par. 5). Lo statuto può inoltre 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 di bilancio, unitamente ai criteri di rettifica (da qui in seguito anche il cd. «criterio convenzionale» indicato al 4° comma, v. *infra* par. 3).

«prospettive reddituali» e gli «eventuali valori di mercato delle azioni» rappresentano i criteri (meglio sarebbe scrivere gli approcci valutativi), che, intesi nelle loro accezioni ampie e nelle loro svariate combinazioni, esauriscono i profili d'analisi (i cd. «driver») che assumono rilevanza nel processo di determinazione del valore economico della realtà aziendale e, di conseguenza, anche del valore dei titoli azionari rappresentativi i diritti di proprietà.

A ben vedere, nella terminologia corrente la nozione di valore economico viene sempre più spesso assimilata a quella, mutuata dall'ambiente IAS/IFRS, di *fair value*, definibile come il prezzo fattibile fra soggetti informati che agiscono in forma indipendente e senza nessun obbligo ad acquistare o a vendere, caratterizzati da eguale pienezza di informazione, capacità negoziale e forza contrattuale. L'esplicito riferimento al «prezzo fattibile» — grandezza distinta dal «prezzo reale o effettivo» — richiama talune specifiche caratteristiche sottese alla nozione di valore economico (per tutte, si ricordano quelle della «neutralità», «dimostrabilità», «razionalità» e «stabilità» (2)), sicché, per la proprietà transitiva, non pare del tutto improprio assumere il *fair value* anche come possibile configurazione («*standard of value*») del ricercato valore di liquidazione indicato nella norma qui in esame (3).

(2) Cfr., L. GUATRI, in *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 1998, pagg. 41 ss.

(3) Si segnala al riguardo che la nozione di *fair value* [tradotto in «valore equo»] quale sinonimo della nozione di valore economico è stata fatta propria dal legislatore nel testo del nuovo articolo 2343-ter cod. civ., *Conferimenti di beni in natura senza relazione di stima*, in vigore dal 30 settembre 2008 (D. Lgs. 142/2008), che prevede l'esenzione della relazione di stima indicata al 1° comma dell'articolo 2343 cod. civ. quando il valore attribuito al bene conferito (valori mobiliari) ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo corrisponde:

a) al valore equo [grassetto nostro] ricavato da un bilancio approvato da non oltre un anno, purché sottoposto a revisione legale e a condizione che la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto di conferimento, ovvero

b) al valore equo [grassetto nostro] risultante dalla valutazione, precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, effettuata da un esperto indipendente ...».

V. anche *infra* § 4.

Un'altra osservazione preliminare riguarda la presunta eccessiva arbitrarietà di cui, a parere di taluni commentatori della norma, beneficerebbero gli amministratori nello stimare il valore di liquidazione delle azioni a ragione della indeterminatezza del legislatore, che, al 2° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ., si limita ad indicare congiuntamente più approcci estimativi, per giunta dai contenuti assai ampi, senza operare una precisa scelta di campo. Ora, è parere di chi scrive che qualsiasi considerazione sulla presunta genericità della norma che disciplina la stima del valore di liquidazione delle azioni ignora l'intrinseca e non eliminabile discrezionalità insita nel processo di valutazione del capitale economico aziendale. In questo senso, ogni tentativo di «oggettivizzare» il processo di stima previsto dal 2° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ., vincolandolo a procedimenti o algoritmi valutativi universalmente ed indistintamente applicabili, avrebbe di certo condotto a risultati assai più criticabili di quelli raggiunti dalla nuova disciplina sul recesso. La norma, infatti, non prevede l'impiego di uno specifico approccio valutativo (leggasi il «*tenuo conto*»), ma segnala in modo esaustivo le «dimensioni» rilevanti del valore aziendale che devono necessariamente essere prese in considerazione nello stimare una quota del capitale economico aziendale. Tali «dimensioni» del valore, ovviamente, sono da considerarsi e «pesarsi» diversamente in funzione di parametri quali la natura dell'azienda, il settore di appartenenza, la fase del suo ciclo di vita, le caratteristiche dei suoi elementi patrimoniali e così via discorrendo. Come l'esperienza insegna, la scelta dell'approccio (e del connesso criterio valutativo) da adottare va inquadrato nello spettro dei «profili di valore» suggeriti dalla norma in ragione delle specificità della realtà aziendale oggetto di stima.

2.1 «*criteri legali*». — Non è quindi un caso se i cosiddetti «criteri legali» previsti nella norma (4) sono a tutti gli effetti riconducibili ai principali approcci valutativi riconosciuti dalla dottrina aziendale (l'approccio «patrimoniale», l'approccio «basato sui flussi di risultati», l'approccio «basato sul concetto di *economic profit*», gli approcci «comparativi di mercato»): all'interno di ciascuno di essi la dottrina a-

(4) V. *supra* nota 1.

ziendale prevede poi ampi margini di manovra nella scelta delle varianti (criteri) proprie della metodologia di stima ritenuta più appropriata per la specifica valutazione.

2.1. *L'approccio patrimoniale.* — Ciò premesso, si osserva come nella dottrina aziendale la «consistenza patrimoniale», la prima «dimensione» cioè richiamata dal legislatore, è apprezzata sulla base del valore corrente delle attività e passività patrimoniali dell'azienda, prescindendo cioè dalle sue prospettive reddituali. Tale prospettiva del valore aziendale è tipicamente espressa dal criterio patrimoniale, il quale, anche nell'ottica della norma, dovrebbe essere inteso — ove significativamente applicabile — nella sua versione «complessa», vale a dire procedendo a valorizzare in via autonoma gli *intangibles asset*, anche se non iscritti nei bilanci aziendali. La crescente attenzione per la stima dei beni immateriali nella prospettiva patrimoniale (in passato riservata a fattispecie estimative molto limitate, come il valore della raccolta per le imprese bancarie) trova tra l'altro ragione nella sempre più diffusa adozione dei principi contabili internazionali e, in particolare, nei loro procedimenti applicativi: fra tutti il «Purchase price allocation» (5). A questo proposito, si segnala come i principi contabili internazionali enunciano diverse classi di *intangibles asset* suscettibili di autonoma valutazione e ri-

(5) La tecnica del «Purchase price allocation», prevista nel PRINCIPIO CONTABILE INTERNAZIONALE IFRS n. 3, consiste «nell'allocare il costo di un'aggregazione aziendale rilevando le attività, le passività e le passività potenziali dell'acquisita ... ai relativi fair value ...». Si ricorda, inoltre, che il medesimo Principio contabile stabilisce che possono essere contabilizzate a fair value unicamente:

— quelle attività, diverse dalle attività immateriali, per le quali «è probabile che gli eventuali futuri benefici economici connessi affluiscano all'acquirente ed è possibile valutarne il fair value attendibilmente»;

— quelle attività immateriali, per le quali è possibile valutarne attendibilmente il fair value;

— quelle passività potenziali, per le quali è possibile valutarne attendibilmente il fair value;

— quelle passività, per le quali «è probabile che per estinguere l'obbligazione sarà richiesto l'impiego di risorse atte a produrre benefici economici ed è possibile valutarne il fair value attendibilmente».

V. PRINCIPIO CONTABILE INTERNAZIONALE IFRS n. 3, in *International Financial Reporting Standards (IFRSs)*, Londra, 2007, pag. 320.

conducibili, ad esempio, al marketing, ai clienti, alla tecnologia, ai diritti contrattualmente tutelati e così via discorrendo (6). La ripartizione del valore, talvolta esasperata, tra le svariate categorie di *intangibles asset* porta inevitabilmente con sé il rischio di duplicare e sovrapporre le medesime determinanti il valore aziendale tra i diversi elementi immateriali: in ogni caso risulta «per differenza» fortemente ridimensionato il «peso» in precedenza tradizionalmente attribuito all'avviamento (7), che non emerge dall'applicazione del criterio patrimoniale, ma trova espressione dall'adozione di altri approcci valutativi e, di norma, una sua autonoma quantificazione come saldo algebrico tra i risultati da questi ultimi ottenuti e il risultato a cui si giunge con il criterio patrimoniale.

Certo è che se si escludono realtà aziendali particolari — tipicamente le società «contenitori», quali possono essere le imprese immobiliari — il criterio patrimoniale non esprime mai una scelta metodologica a se stante: nondimeno la logica sottesa a tale criterio (che si compendia nella valutazione autonoma dei singoli elementi che compongono il patrimonio) trova crescente ricorso nella valutazione delle società multibusiness (holding, ma non solo) con l'adozione del cosiddetto criterio della «Somma delle Parti» («Sum of the Parts» o nel suo acronimo «SOP»). Nei suoi aspetti essenziali il SOP è dunque assimilabile ad un approccio valutativo di tipo patrimoniale, sebbene i veri processi estimativi si esplicano a monte, cioè a livello degli *asset* (leggasi unità di business) valutati in via autonoma applicando volta a volta la metodologia più appropriata, rispetto al momento successivo, ispirato per l'appunto alla lo-

(6) Si veda per tutti, a titolo esemplificativo, quanto indicato dal PRINCIPIO CONTABILE INTERNAZIONALE IAS n. 38, in *International Financial Reporting Standards (IFRSs)*, Londra, 2007, pag. 1689.

(7) Sulla definizione di avviamento si rinvia al PRINCIPIO CONTABILE OIC n. 24 «Immobilitazioni immateriali», Milano, 2005, pag. 57, nel quale esso viene definito come «l'attitudine di un'azienda a produrre utili in misura superiore a quella ordinaria, che derivi o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo, ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione dei beni in un sistema efficiente ed idoneo a produrre utili». Allo stesso tempo nel PRINCIPIO CONTABILE INTERNAZIONALE IFRS n. 3, Appendice A, pag. 332, si definisce l'avviamento come l'insieme dei «benefici economici futuri derivanti da attività che non possono essere individualmente identificate e separatamente rilevate [sottolineatura nostra]».

gica patrimoniale, che prevede la sommatoria dei valori singolarmente attribuiti alle unità di business.

2.2. *L'approccio reddituale.* — La seconda dimensione valutativa indicata dal legislatore al 2° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ., vale a dire le «prospettive reddituali», è metodologicamente inquadrabile nell'approccio valutativo basato sui «flussi di risultato»; approccio che fa discendere il valore del capitale economico dall'analisi dei flussi di ritorno attesi — siano essi di reddito o di cassa — stabilmente producibili in futuro dall'azienda considerata. Sul piano operativo i criteri applicativi che fanno proprie tali prospettive sono tipicamente quello reddituale e quello finanziario. Tali criteri sono ritenuti dalla dottrina i più «razionali», in quanto sono maggiormente coerenti con i modelli valutativi idonei per qualsiasi forma di investimento perché si fondano sull'esclusivo apprezzamento dei flussi di risultato attesi dall'investimento considerato.

Pertanto, dal tenore letterale della norma emergerebbe una precisa scelta del legislatore volta a privilegiare una specifica soluzione (per l'appunto il criterio reddituale) nell'ambito delle possibili varianti metodologiche riconducibili al più ampio e completo approccio basato sui flussi di risultato. Da un punto di vista aziendale questa interpretazione pare immotivatamente troppo restrittiva, se si considera quanto segue. Anzitutto i flussi di reddito e i flussi di cassa tendono in prospettiva a convergere: i flussi di reddito sono in buona sostanza *proxy* dei flussi di cassa e viceversa, sicché non si comprende tale preconstituita discriminazione a beneficio dei primi. Ciò vale a maggior ragione se si considera, da un lato, che il riferimento al solo criterio reddituale non risolve di per sé l'accentuato profilo discrezionale comunque insito nell'adozione delle metodologie basate sui flussi di risultato (8) e, d'altro lato, che la dottrina raccomanda la congiunta considerazione, quando possibile, dei flussi di risultati aziendali nel duplice aspetto della generazione di «red-

(8) Al riguardo si rammenta che anche il criterio reddituale presenta diverse varianti, egualmente accolte nella dottrina e nella prassi, quali, a titolo esemplificativo, il criterio reddituale «sintetico» o «analitico»; «levered» o «unlevered» e che ciascuna di tali varianti si basa su variabili metodologiche soggettive (durata dei flussi, tassi di capitalizzazione, attualizzazione e così via).

dito» e di «cassa» (se del caso articolati nelle loro diverse varianti), così da integrare il processo valutativo di più elementi conoscitivi estremamente utili.

Da queste brevi annotazioni si può ragionevolmente assumere che le «prospettive reddituali», indicate al 2° comma dell'articolo in esame, sono riconducibili alle «prospettive di risultato», senza cioè alcuna preliminare preclusione sulla nozione di risultato a cui si intende fare riferimento, assunto che l'obiettivo di fondo, e non potrebbe essere altrimenti, è quello di basare la valutazione sui *driver* più appropriati in grado di «catturare» il valore aziendale. Condividendo questa lettura meno restrittiva del dettato normativo, si possono pertanto annoverare nei «criteri legali» (nell'ambito cioè delle «prospettive reddituali») metodologie valutative ampiamente diffuse (per tutte l'«*Unlevered Discounted Cash Flow*»), ma pure metodologie di impiego più specifico nella prassi (si pensi al criterio del «*Dividend Discount Model*», o «DDM», utilizzato per la valutazione delle banche), a condizione che siano ispirate alla logica di fondare il valore economico in funzione delle *performance* aziendali.

A prescindere dal parametro che esprime il risultato aziendale (flusso di reddito, di cassa, «*levered*» o «*unlevered*», dividendi e così via) da utilizzare nell'algoritmo valutativo, si pone in linea di principio il problema di identificare la prospettiva di valore economico (*standard of value*) più coerente con la logica sottesa alla disciplina del recesso. Al riguardo si segnala che la dottrina aziendale ha affiancato alla tradizionale nozione di valore economico quella di valore economico *potenziale*, che, a sua volta, si declina con crescente sofisticatezza in valore *potenziale puro*, o *stand alone*, e in valore *potenziale di acquisizione* (9). Le diverse concezioni di valore economico si differenziano tra loro in ragione delle attese di realizzo nel tempo di miglioramenti gestionali e di sinergie ottenibili, anche per effetto del cambio di proprietà: ne consegue che variano altresì le misure dei flussi di risultato, per quanto detto associati alle diverse configurazioni di valore, che sono alla base del procedimento estimativo. In maggior dettaglio, nella configurazione

(9) Per un approfondimento sul tema, si veda L. GUATRI - M. BINI, in *La valutazione delle aziende*, Milano, 2007, pagg. 275 ss.

classica del valore economico i flussi di risultato sono determinati in una prospettiva «*as is*» (vale a dire le *assumption* alla base dei piani economici non prevedono discontinuità rimarchevoli rispetto alla situazione in essere), mentre nella configurazione del valore economico *potenziale* i flussi di risultato metodologicamente rilevanti recepiscono miglioramenti di performance, talvolta per effetto di sinergie da integrazione, rispetto alle prevedibili evoluzioni legate ad una sostanziale dinamica inerziale dei risultati attuali. A questo proposito, la letteratura aziendale ha pacificamente chiarito che il valore di un'azione parte di un pacchetto di minoranza è da commisurare al valore del capitale economico nella sua configurazione classica, e ciò perché il titolo è nelle mani di un investitore sostanzialmente «passivo», estraneo al processo decisionale, la cui volontà è ininfluente sulla gestione d'impresa e sulla destinazione delle risorse. Se si muove da tale premessa — nella ragionevole ipotesi di lavoro che l'azionista che esercita il recesso sia di norma un socio di minoranza — si può concludere che lo *standard* di valore a cui fa implicitamente riferimento la disciplina civilistica del recesso è il valore economico nella sua nozione classica (quindi non *potenziale*): ne consegue che la figura di risultato da accogliere a fondamento dei calcoli (sia esso maturato per reddito o per cassa) è quella propria dell'ottica «*as is*» (10), la quale, ai fini che qui interessano, esclude per definizione i riflessi positivi o negativi delle operazioni straordinarie dalle quali l'azionista si è dissociato e che possono avere giustificato il presupposto del recesso (tipicamente il «cambiamento significativo dell'attività della società»). Nei termini descritti l'impostazione proposta risulterebbe inoltre la più coerente con la *ratio* di tutela del socio prevista dalla disciplina del recesso.

2.3. *L'approccio di mercato.* — L'ambito di applicazione previsto dal 2° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ. — il valore di liquidazione di azioni non quotate — limita inevitabilmente l'adozione del terzo approccio estimativo (indicato dal legislatore nell'*eventuale valore di*

(10) «Tale valore potrebbe essere stimato facendo esclusivamente riferimento all'informazione pubblica, o comunque a un'informazione ridotta rispetto a quella disponibile per l'azionista di maggioranza» (v. L. GUATRI - M. BINI, *La valutazione*, pag. 505).

mercato delle azioni»), quanto meno nella sua applicazione basata sull'osservazione diretta dei prezzi formati a seguito di ripetute transazioni riguardanti quote di capitale della società oggetto di valutazione (11). Ora, va da sé che nel descritto contesto (titoli non quotati) i prezzi azionari noti su cui sviluppare la metodologia in parola riflettono, per la discontinuità delle operazioni che li hanno originati, situazioni sempre particolari (per dimensioni del pacchetto compravenduto, per specifiche convenienze dei contraenti e così via) che mal si conciliano con le caratteristiche proprie della nozione di valore economico classica, sottesa alla prospettiva d'indagine prevista dalla disciplina del recesso: del resto nel testo normativo la considerazione di tale «profilo» del valore è indicata solo come «*eventuale*».

Il discorso è parzialmente diverso se l'approccio ispirato ai «*valori di mercato delle azioni*» si riferisce alle cosiddette valutazioni «relative», basate cioè sui multipli o moltiplicatori. Il criterio dei multipli permette infatti di esprimere le condizioni di contesto che contribuiscono alla valorizzazione, in termini di valori di mercato, della realtà oggetto di valutazione e, di conseguenza, dei suoi titoli azionari, anche se questi ultimi non sono quotati. Le *performance* dell'impresa sono infatti tradotte in valori del capitale economico in funzione di moltiplicatori di mercato. In particolare, il criterio in parola è volto ad accertare il valore d'azienda sulla base dei prezzi, negoziati nelle borse regolamentate, relativi ad un campione di società quotate ritenute significativamente comparabili a quella oggetto di valutazione. Sul piano applicativo il criterio dei multipli è volto a determinare, per ciascuna società comparabile, alcuni significativi rapporti tra: i) quotazioni di Borsa, e ii) misure di *performance* (quali: il Fatturato, l'EBITDA, l'EBIT e così via). I multipli così calcolati sono poi applicati alle medesime variabili dell'azienda oggetto di stima giungendo così, per moltiplicazione, al suo valore. Pertanto, invece di dedurre il valore dell'impresa, e di conseguenza quello dei suoi titoli, da analitiche formule valutative razionalmente costruite (valutazioni assolute), il metodo dei multipli (valutazione relativa) stima il valore sulla base di osservazioni di mercato omogenee e confrontabili con la realtà considerata: omogeneità e confrontabilità delle imprese del

(11) Il riferimento è al criterio del prezzo di borsa (v. *infra* § 5).

campione, che, alla prova dei fatti, rappresentano sovente l'aspetto critico per un'efficace adozione del metodo ora commentato.

2.4. *L'approccio dei metodi misti patrimoniali-reddituale*. — È opinione dello scrivente che rientrano a pieno «titolo» nel novero dei «criteri legali» previsti dal 2° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ. anche le metodologie riconducibili all'approccio basato sul cd. concetto di *economic profit* (12), che trovano la più nota espressione nel criterio misto con stima autonoma del *goodwill*. Quest'ultimo, assai diffuso nella prassi, rappresenta una combinazione di sintesi di due «dimensioni» — per l'appunto quella patrimoniale e quella reddituale — espressamente considerate dal legislatore (13) e, per tale ragione, la sua adozione appare del tutto coerente con le previsioni indicate nella norma per stimare il valore di liquidazione delle azioni per le quali si esercita il diritto di recesso (14). È bene sottolineare come il criterio misto patrimoniale-reddituale, proprio per la caratteristica di esprimere congiuntamente le appetibilità connesse alla consistenza del patrimonio con le capacità reddituali, è ritenuto da parte della dottrina giuridica come il metodo di stima più coerente con la finalità della disciplina sul recesso, a condizione, verrebbe da precisare, che nella fattispecie estimativa considerata la dimensione patrimoniale rappresenti comunque un *driver* fonamen-

(12) Per maggiori dettagli sulla classificazione, si veda M. MASSARI - L. ZANETTI, in *Valutazione finanziaria*, Milano, 2004, pagg. 5 ss.

(13) Il metodo si traduce nella formula:

$$W = K + a_{n-1} (R - i''K)$$

dove:

K = capitale netto rettificato

R = reddito medio-normale atteso per il futuro

n = numero definito e limitato di anni

i'' = costo del capitale

i' = tasso di attualizzazione del reddito differenziale.

(14) Per analogia le argomentazioni dianzi illustrate valgono anche per gli altri criteri derivati dall'approccio basato sull'*economic profit*, di cui qui si ricorda per tutti il criterio dell'*Economic value added* (EVA). Si veda a questo proposito l'articolo dello scrivente, *L'Economic Value Added (EVA) come strumento di valutazione delle strategie*, in *Riv. dott. comm.*, 1998, pagg. 741 ss. Si veda inoltre G. GUATRI - M. BINI, *La valutazione*, pagg. 341 ss.

tale del valore aziendale (si confrontino, a titolo esemplificativo, le imprese industriali *versus* quelle di servizi).

Posizioni analoghe sono sostenute da autorevoli aziendalisti, i quali, peraltro, propongono che il criterio misto patrimoniale-reddituale sia ove possibile affiancato anche da riscontri espressivi del «valore di mercato» che, per quanto in precedenza osservato, possono essere desunti dall'applicazione del criterio dei multipli, il quale, quindi, viene a svolgere una funzione di metodo di «controllo» (15). Le considerazioni espresse sono ampiamente condivisibili, in quanto pongono il procedimento di stima regolamentato dall'articolo 2437-ter cod. civ. al riparo da critiche sull'eccessiva «astrattezza» dei valori a cui si perviene seguendo i «criteri legali» rispetto ai prezzi di fatto negoziati sui mercati dei capitali aziendali.

3. *Il «criterio convenzionale»*. — Una riflessione a se stante merita il 4° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ. che prevede, se inserita in una clausola statutaria, la possibilità di 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». Sul significato e sulla valenza applicativa di tale precisazione sorgono non pochi dubbi interpretativi. Da un lato, infatti, il tenore letterale del 4° comma dell'articolo pare ricondurre i «criteri diversi» da quelli sino a qui trattati solo all'alveo dell'approccio patrimoniale, mentre, dall'altro, quest'ultimo approccio è già espressamente indicato quale principio ispiratore di uno dei «criteri legali» previsti dal legislatore. In questi termini, non si comprende dunque quale deroga va-

(15) Il «... completamento del ... [criterio con la prova dei moltiplicatori impliciti] adempie anche l'obbligo di tenere conto, indirettamente, del valore di mercato delle azioni. Ciò in quanto i multipli impliciti e il loro confronto con un campione di società comparabili sono l'unico modo (in assenza di prezzi espressi direttamente dal mercato, com'è regola nelle società quotate) per realizzare la comparazione con il mercato». Si veda, a questo proposito, L. GUATRI - M. BINI, *La valutazione*, pag. 440.

lutativa possa essere introdotta con questo ultimo comma (ovvero un possibile «criterio convenzionale» diverso da «quelli legali» (16)).

Le previsioni valutative indicate al 4° comma appaiono a prima vista un inutile retaggio della precedente disciplina sul recesso (ante riforma, cioè) che, al 1° comma dell'articolo 2437 cod. civ., indicava quale unico parametro di riferimento del valore di liquidazione delle azioni non quotate il «patrimonio sociale risultante dall'ultimo bilancio approvato» (17): orbene, quest'ultima grandezza aveva poi nei fatti generato in dottrina e prassi dubbi interpretativi se era da intendersi quale misura del patrimonio netto contabile o era da leggersi quale misura del patrimonio netto derivante da valutazione analitica dei suoi elementi (e quindi frutto dell'applicazione del criterio patrimoniale). Oggi tale dubbio dovrebbe essere definitivamente fugato con la formulazione del testo del novellato articolo, che, come richiamato in premessa, indica a scanso di equivoci gli ampi approcci valutativi da prendere in considerazione (per l'appunto la «consistenza patrimoniale», le «prospettive reddituali» e l'«eventuale valore di mercato delle azioni») e non entra nel dettaglio delle varianti (tecnicismi verrebbe da dire) in cui tali approcci si articolano. Il «criterio convenzionale» previsto dal 4° comma, se si condivide questa lettura, poco o nulla aggiunge ai «criteri legali» indicati al 2° comma (segnatamente a quello patrimoniale, che non coincide e non può coincidere con la stima del patrimonio netto contabile) e troverebbe, se del caso, la sua ragione d'essere come vera deroga al «criterio legale», indicato dal legislatore al 3° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ., per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni quotate oggetto di esercizio del recesso (v. *infra* § 5). Anche a voler prescindere dall'eventuale possibile estensione delle previsioni del 4° comma alle società quotate — in merito alla quale a tutt'oggi non si è

(16) V. *supra* nota 1.

(17) Il 1° comma dell'articolo 2437 cod. civ. prevedeva che: «i soci dissenzienti dalle deliberazioni riguardanti il cambiamento dell'oggetto o del tipo della società, o il trasferimento della sede sociale all'estero hanno diritto di recedere dalla società e di ottenere il rimborso delle proprie azioni, secondo il prezzo medio dell'ultimo semestre, se queste sono quotate in borsa o, in caso contrario, in proporzione del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio».

ancora espresso alcun commentatore (18) — il cd. «criterio convenzionale» può essere in ogni caso interpretato come uno strumento per rafforzare le garanzie degli azionisti che esercitano il recesso di azioni non quotate. Alla base di questa ipotesi di lavoro stanno le profonde trasformazioni subite negli ultimi anni dai processi valutativi ispirati alla logica patrimoniale, a cui inequivocabilmente si riferisce il 4° comma. In passato il criterio patrimoniale, tradizionalmente nella versione semplice (vale a dire senza valorizzazione degli *intangibles asset*), era sempre stato giudicato come il criterio meno soddisfacente dal punto di vista razionale, ma più «oggettivo» da un punto di vista applicativo, e ciò perché per sua natura fondato su rettifiche e aggiustamenti che richiedono un minor grado di discrezionalità e, per giunta, riferiti a beni (per lo più immobili) già iscritti in bilancio. Tale assunto è venuto in parte a mancare con il progressivo affermarsi del metodo patrimoniale complesso, che, come visto (v. *supra* § 2.1), richiede l'espressione di articolati e soggettivi giudizi sulle categorie di *intangibles asset* che possono essere oggetto di autonoma valutazione, introducendo così elementi di crescente discrezionalità nell'individuare tali beni e, a maggior ragione, nella scelta dei procedimenti da utilizzare per la loro valorizzazione. Alla stessa stregua, si considerino le numerose problematiche valutative insorte nell'adozione dell'approccio patrimoniale proprio del criterio *Sum of the Parts* (SOP) (19) che si collegano alla individuazione degli *asset* (nel caso di specie business unit) oggetto di autonoma valutazione e, soprattutto, i criteri estimativi da applicare in funzione delle loro caratteristiche.

Muovendo da queste brevi premesse, le specificazioni indicate al 4° comma potrebbero essere interpretate come più stringenti «guidelines» da seguire nel processo valutativo per circoscrivere la discrezionalità

(18) La possibile applicazione del 4° comma alla stima del valore di liquidazione delle azioni quotate produrrebbe sostanziali analogie con la disciplina prevista dal 6° comma dell'articolo 2441 cod. civ. in materia di esclusione del diritto di opzione, che prevede che «il prezzo di emissione delle nuove azioni è determinato in base al valore del patrimonio netto [vale a dire il «criterio convenzionale» previsto dal 4° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ.] tenendo conto per le azioni quotate in mercati regolamentati dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre [vale a dire il «criterio legale» previsto dal 3° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ.]».

(19) V. *supra* § 2.1. in sede di commento del metodo patrimoniale.

della stima e garantire che il procedimento disciplinato dalla norma valorizzi adeguatamente e in via autonoma, in forza di una norma statutaria, determinati elementi del patrimonio tangibile ed intangibile (a titolo esemplificativo, le partecipazioni di una holding o i marchi di una impresa industriale) adottando, in questa prospettiva, criteri noti in partenza (così, ad esempio, il metodo dell'andamento dei prezzi di borsa per la partecipazione, se quotata, o il metodo delle *royalties* per i marchi, anche se non iscritti in bilancio). La *ratio* sarebbe pertanto quella di accrescere, nel processo di determinazione del prezzo di liquidazione delle azioni, il profilo di tutela dei soci che desiderano esercitare il diritto di recesso. Certo è che i contenuti del 4° comma, così intesi, non paiono suggerire l'adozione di un criterio, cd. «convenzionale», diverso o alternativo rispetto a quelli «legali», quanto regolamentare metodologicamente un approccio, per l'appunto quello «della consistenza patrimoniale» già indicato al 2° comma: alla luce di quanto sin qui osservato, è peraltro difficile attribuire altro e diverso significato al 4° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ.

4. *I cd. «premi di maggioranza» e «sconti di minoranza».* — Meritano un'ulteriore riflessione le problematiche legate ai cd. «premi di maggioranza» e «sconti di minoranza», che, nelle negoziazioni di pacchetti azionari rispettivamente di «controllo» e di «minoranza», contribuiscono a spiegare i *gap* di norma riscontrabili tra i prezzi effettivi di compravendita e i risultati derivanti dai processi soggettivi di stima del capitale economico inteso nella sua accezione classica. Ai fini che qui rilevano, è pertanto opportuno domandarsi se nello *standard of value* coerente con la disciplina del recesso devono considerarsi i premi e gli sconti di cui si tratta, ovvero, mutuando il concetto del *fair value*, se premi e sconti devono essere rappresentati nella configurazione del «corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e indipendenti» (20).

(20) Si veda PRINCIPIO CONTABILE INTERNAZIONALE IFRS n. 3, Appendice A, pag. 333.

In proposito non si può fare a meno di osservare che premi e sconti sono sovente riconosciuti come fattori idonei per trasformare uno *standard* di valore, il valore economico generale, in un altro *standard* di valore, il prezzo fattibile: quest'ultimo, a differenza del primo, tiene conto tra l'altro anche delle caratteristiche dell'investimento azionario e cioè, nel caso in esame, della percentuale del capitale trasferito. Sempre in via preliminare è utile esporre ulteriori considerazioni, le quali, per ovvi motivi, fanno riferimento ai temi propri degli sconti di minoranza (21). In primo luogo, è possibile distinguere in due distinte componenti lo sconto di minoranza da applicare ai titoli non negoziati in mercati organizzati: *i)* lo sconto di minoranza «in senso stretto», sostanzialmente connesso al nullo o risibile valore attribuibile ai diritti amministrativi o partecipativi dei titoli in oggetto perché ininfluenti ai fini delle maggioranze assembleari, e *ii)* lo sconto «per mancanza di liquidità», riconducibile alla difficile negoziabilità dei titoli di minoranza che concorre ad aumentare il profilo di rischio dello specifico investimento. Si osserva che nella prospettiva in esame non sembra giustificabile fare gravare sull'azionista che esercita il recesso il fattore di «penalizzazione» legato alla scarsa negoziabilità dei titoli. La disciplina del recesso, infatti, è volta ad offrire una equa via di *exit* all'azionista che si è «dissociato» dalle determinazioni della «maggioranza», prevedendo, tra l'altro, un procedimento a scalare volto a favorire la cessione delle azioni ad altri soci e, in subordine, l'acquisto delle azioni non collocate da parte della società (si rinvia all'articolo 2437-*quater* cod. civ.). Da qui in seguito, pertanto, si argomenterà dello sconto di minoranza *stricto sensu*, il che comporta evidenti analogie di trattamento con i valori di liquidazioni delle azioni quotate che, in conformità con il criterio legale indicato dal legislatore (3° comma dell'articolo 2437 cod. civ.), sono calcolati sulla base di prezzi di borsa che scontano inequivocabilmente il *discount* di minoranza inteso in senso stretto (quindi non di illiquidità).

Ciò detto, si segnala che secondo la migliore dottrina aziendale la conversione del valore economico generale nel «prezzo fattibile» (cioè il processo di traduzione da uno *standard* di valore ad un altro) non sempre e non necessariamente postula la considerazione dello sconto di

(21) Si rinvia a quanto argomentato in precedenza al § 2.2.

minoranza (22): l'applicazione del fattore di sconto non è prevista quando il valore economico generale è stato determinato sulla base di criteri e formule in grado di catturare i *driver* più appropriati in relazione al tipo di titolo o di partecipazione da valutare (per l'appunto di minoranza). Al riguardo, si fa presente che «... non solo [il perito] conferirà maggiore peso alla capacità reddituale e di distribuzione di dividendi dell'impresa, ma soprattutto valuterà tale capacità nella prospettiva *as is*, riflettendo tutte le diseconomie e le inefficienze che possono caratterizzare la gestione corrente. Nella stima del costo del capitale farà riferimento alla struttura finanziaria corrente piuttosto che a quella normale di settore (cosiddetta struttura target) ...» (23). A ben vedere, quanto ora riportato è perfettamente coerente con la prospettiva del valore economico orientata al breve termine già discussa in sede di commento del «criterio legale» fondato sull'approccio dei flussi (v. *supra* § 2.2). Alla stessa stregua si può certamente trascurare la considerazione del fattore di sconto quando il valore di liquidazione è desunto dall'adozione di valutazioni «relative» fondate sul criterio dei multipli, che, per loro natura, fanno riferimento ai prezzi di titoli quotati (beninteso di imprese comparabili) che, come tali, già scontano implicitamente il *discount* di minoranza.

Per quanto ora suggerito, le problematiche legate alla dimensione del pacchetto azionario (quindi l'eventuale applicazione dello sconto di minoranza) si ripropongono quando il procedimento di stima del valore di liquidazione si fonda sull'approccio patrimoniale o altro approccio, che, nei suoi sviluppi applicativi, mal si presta ad esprimere lo *standard*

(22) Si veda L. GUATRI - M. BINI, *La valutazione*, pag. 505.

(23) Si veda L. GUATRI - M. BINI, *La valutazione*, pag. 505. Gli stessi autori a pag. 500, sul tema in oggetto, sottolineano che «quando, per esempio, il valore reddituale di un'impresa è ampiamente inferiore al valore patrimoniale corrente del suo capitale, è ... [evidente che] emerge un divario di valori fondamentali fra azioni di minoranza e azioni che compongono il pacchetto di controllo, a causa del diverso peso che le fonti di valore ... [attribuiscono ad] una categoria di titoli rispetto all'altra. Per esempio, un'azionista di minoranza non può certo apprezzare il contenuto patrimoniale dell'impresa quanto un azionista di maggioranza che, potendo liberamente disporre delle attività aziendali, può sempre realizzare il valore patrimoniale dell'impresa, con la conseguenza che il valore fondamentale dell'azione di minoranza può essere molto inferiore al valore fondamentale dell'azionista di maggioranza ...».

of value sotteso ad un'azione di minoranza (a titolo esemplificativo, si ricordano le formule valutative basate su flussi di risultato «potenziale», il confronto con prezzi formati in transazioni di pacchetti azionari di dimensioni differenti da quello del socio recedente e così via discorrendo). In simili frangenti l'applicazione di uno sconto di minoranza — sebbene sia percepibile come «ostile» nei confronti del socio recedente — troverebbe concettualmente ragione nel confronto con i prezzi formati nella prassi negoziale: è sotto gli occhi di tutti che i pacchetti di minoranza sono per lo più compravenduti a prezzi inferiori al loro valore economico intrinseco e che il solo fattore di sconto per illiquidità, autonomamente considerato, non è di per sé in grado di giustificare per intero la grandezza differenziale riscontrabile tra il prezzo fatto e il valore economico generale.

A sostegno di tale ipotesi si aggiungano un paio di semplici riflessioni. In primo luogo, l'applicazione del fattore di *discount*, per quanto in precedenza illustrato, comporterebbe una sostanziale uniformità di trattamento con i soci che esercitano il recesso di azioni quotate. In secondo luogo, la disciplina del recesso disegnata dal legislatore risponde ad una logica di fondo tesa a stabilire un *trade off* tra le esigenze di tutela del socio, che vede così riconosciuta una equa via di *exit*, e l'esigenza di salvaguardia del patrimonio sociale e di tutela dei creditori sociali. In questi termini, trascurare in linea di principio le problematiche legate allo sconto di minoranza potrebbe condurre, lo si è scritto, a determinare valori di liquidazione lontani dai prezzi comunemente negoziati per partite minime di capitale, con la conseguenza di allontanare i soci (non recedenti) dall'esercizio dell'opzione e di rendere pertanto inutile qualsiasi tentativo, da parte degli amministratori, di collocare a terzi i titoli rimasti inopinati: la società quindi (5° comma dell'articolo 2437-*quater* cod. civ.) sarebbe chiamata a sostenere l'onere di acquisire i titoli oggetto del recesso a prezzi «fuori mercato» (da «amatore» si potrebbe dire) e tutto ciò con ovvie implicazioni sulla tutela degli interessi diversi da quelli dei soci recedenti.

5. I criteri di valutazione per le azioni quotate in mercati regolamentati. — Il metodo di stima del valore di liquidazione delle azioni quotate stabilito al 3° comma dell'articolo 2437-*ter* cod. civ. («esclusivo

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») è sostanzialmente in linea con quanto precedentemente indicato nel vecchio testo dell'articolo 2437 cod. civ. (24): la scelta del legislatore di confermare il meccanismo valutativo vigente prima della riforma appare nel complesso una soluzione più che ragionevole, anche alla luce della esperienza generalmente positiva fornita in questi anni dallo specifico criterio basato sui prezzi di borsa. Nondimeno, permangono taluni aspetti meritevoli di una più approfondita riflessione. In primo luogo si tratta di accertare preliminarmente l'esistenza di possibili circostanze che possono inficiare, a monte, la significatività dei risultati a cui si perviene secondo il criterio del prezzo di borsa (25). Il criterio in esame, infatti, conduce a risultati affidabili in presenza di determinate condizioni: la società oggetto di valutazione deve essere dotata di adeguato flottante; i titoli dell'emittente devono essere sufficientemente liquidi; le prospettive del business devono essere apprezzate in modo continuativo da un congruo numero di analisti, così da consentire la diffusione di informazioni utili affinché i prezzi di mercato riflettano adeguatamente le previsioni economiche e i profili di rischio della società; e così via discorrendo. L'impiego in via esclusiva del criterio in parola può condurre pertanto in taluni casi (i cd. titoli «sottili» soggetti a pressioni speculative) a risultati poco affidabili, anche se, nei fatti, tali situazioni sono relativamente limitate nel panorama nazionale, se si escludono speciali categorie di azioni con flottante minimo: si pone quindi l'interrogativo se in tali contesti non abbia senso estendere il «criterio convenzionale» previsto al 4° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ. (v. *supra* § 3) anche alle valutazioni dei titoli quotati.

(24) L'articolo 2437 cod. civ. ante riforma prevedeva che i soci dissenzienti «... hanno il diritto di ottenere il rimborso delle proprie azioni secondo il prezzo medio dell'ultimo semestre, se queste sono quotate in borsa».

(25) Il criterio si fonda sul presupposto che il valore attribuibile alla società oggetto di valutazione (e quindi ai suoi titoli azionari) sia pari a quello desumibile dal prezzo di quotazione delle azioni sul mercato borsistico, e ciò, in quanto i prezzi quotati, formati a seguito di transazioni aventi ad oggetto quote di capitale della società oggetto di valutazione, tendono ad incorporare le aspettative maturate dagli investitori in relazione alle iniziative strategiche e alle performance future della specifica realtà aziendale.

L'orizzonte temporale di osservazione dei prezzi di borsa da prendere in considerazione — sei mesi solari — è il medesimo indicato dal legislatore in altre fattispecie valutative (26) ed è conforme con la prassi del mercato, perché ritenuto un lasso di tempo idoneo a stemperare «picchi» al rialzo o al ribasso negli andamenti delle quotazioni che potrebbero condizionare i risultati ottenuti con l'adozione del criterio. La data prestabilita indicata dal legislatore da cui far decorrere il periodo di rilevazione dei prezzi (il giorno di «pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione») potrebbe invece talvolta influenzare negativamente la congruità dei risultati del metodo e ciò quando, come spesso accade, l'annuncio dell'operazione che ha giustificato il recesso (magari per giunta anticipata da *rumor* sul mercato) ha prodotto significative alterazioni della quotazione del titolo. In quest'ultima ipotesi sarebbe preferibile, a parere di chi scrive, far decorrere il semestre da quest'ultimo giorno (la data di annuncio sul sistema telematico «Network Information System» — conosciuto anche con l'acronimo «NIS» — organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA) o, se del caso, dal giorno di inizio delle turbative sul mercato, a prescindere cioè dalla data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea. Detta proposta attenuerebbe il rischio di fare ricadere sull'azionista recedente i riflessi (in termini di variazioni del prezzo borsistico) dell'operazione da cui si è dissociato. Di qualche risalto è, infine, la considerazione che gli operatori di mercato fanno comunemente uso della media ponderata (sui volumi trattati) dei prezzi, in luogo della media semplice aritmetica: alla stessa stregua i prezzi assunti alla base del calcolo sono in genere rappresentati dai cd. «prezzi di riferimento» (pari alla media ponderata dell'ultimo 10% delle quantità negoziate), in luogo dei cd. «prezzi di chiusura» (negoziati negli ultimi 10 minuti). Peraltro, gli scostamenti tra le due figure di media e, soprattutto, tra le due figure di prezzo sono generalmente contenuti.

(26) La previsione dei sei mesi borsistici, oltre che al 6° comma dell'articolo 2441 cod. civ. (v. *supra* nota 18), è prevista dal 4° comma dell'articolo 108 del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (conosciuto anche con l'acronimo «TUF»). Il 2° comma dell'articolo 106 del TUF prevede invece 12 mesi.

In conclusione, si rammenta che la disciplina del recesso nelle Srl (articolo 2473 cod. civ.) prevede di determinare il valore di liquidazione tenendo conto del «valore di mercato» del patrimonio sociale, il che sembra non far ravvisare significative differenze rispetto ai criteri di determinazione del valore delle azioni indicati al 2° comma dell'articolo 2437-ter cod. civ. qui oggetto di commento.

NOTA BIBLIOGRAFICA

- N. ABBIANI - T. ONESTI (a cura di), *La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto. Atti del Convegno di Foggia, 12 e 13 giugno 2003*, Giuffrè, Milano, 2004.
- ASSONIME, *Circolare n. 68. Il diritto di recesso nella società per azioni*, www.assonime.it, Roma, 2005.
- E. BERGAMO, *Il diritto di recesso nella riforma del diritto societario*, in *Giurisprudenza Italiana*, UTET GIURIDICA, Torino, 2006, n. 5, pagg. 1098 - 1114.
- M. CARATOZZOLO, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a. (I parte)*, in *Le Società*, IPSOA, Milano, 2005, n. 10, pagg. 1209 - 1219.
- M. CARATOZZOLO, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a. (II parte)*, in *Le Società*, IPSOA, Milano, 2005, n. 11, pagg. 1340 - 1347.
- F. CHIAPIRETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 2005, n. 2-3, pagg. 487 - 517.
- L. GUATRI, *50 anni di valutazioni aziendali*, UBE - UNIVERSITÀ BOCCONI EDITORE, Milano, 2006.
- L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998.
- L. GUATRI - M. BINI, *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 2007.
- IASB, *Principio contabile internazionale IAS n. 38*, International Accounting Standard Board, Londra, 2007.
- IASB, *Principio contabile internazionale IFRS n. 3*, International Accounting Standard Board, Londra, 2007.
- P. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 2005, n. 2-3, pagg. 459 - 486.
- M. MASSARI - L. ZANETTI, *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 2004.
- G. NUTRIZIO, *Il recesso del socio nella s.p.a.*, in *Le Società*, IPSOA, Milano, 2006, n. 8, pagg. 967 - 970.
- OIC, *Principio contabile n. 24 «Immobilizzazioni immateriali»*, Giuffrè, Milano, 2005.

- P. PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso delle società di capitali*, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 2005, n. 2-3, pagg. 518 - 533.
- M. REBOA, *L'Economic value added (EVA) come strumento di valutazione delle strategie*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, Giuffrè, Milano, 1998, n. 5, 741 - 758.
- A. SAVORANA, *Il recesso del socio nelle società di capitali*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, supplemento al n. 3 *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2003, pagg. 53 - 89.
- M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *La nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, CEDAM, Padova, 2005, n. 6, pagg. 434 - 472.
- M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 2005, n. 2-3, pagg. 309 - 458.