



Repubblica Italiana
In nome del popolo italiano
Tribunale di Roma
Sezione specializzata in materia di impresa
Sedicesima Sezione civile

riunito nella camera di consiglio del 10 marzo 2021, composto dai Sig.ri magistrati:

dott. Giuseppe Di Salvo Presidente,
dott. Aldo Ruggiero Giudice,
dott. Guido Romano Giudice relatore,
ha pronunciato la seguente

sentenza

nella causa civile di primo grado iscritta al n. 31665 del ruolo contenzioso generale dell'anno 2015 rimessa al Collegio per la decisione all'udienza del 9 novembre 2020 con concessione alle parti del termine di giorni sessanta per il deposito di comparsa conclusionale e di giorni venti per repliche e vertente

tra

s.p.a. (già Hotel s.r.l.), rappresentata e difesa dagli avv.ti e ,

attrice;

e

Comune di rappresentato e difeso dagli avv.ti ,

convenuto;

Oggetto: Patti parasociali

Conclusioni delle parti: come da verbale dell'udienza del 9 novembre 2020.

ragioni di fatto e di diritto della decisione



Con atto di citazione ritualmente notificato, la Hotel s.r.l. (oggi s.p.a.) conveniva in giudizio, dinanzi al Tribunale di Roma, il Comune di al fine di sentire accogliere le seguenti conclusioni: «in accoglimento delle eccezioni e domande tutte di parte attrice, previo accertamento dell'inadempimento del Comune di all'obbligo su di esso gravante in forza dell'art. 10 dei Patti Parasociali di acquistare la partecipazione sociale detenuta da Hotel S.r.l. in Acque Albule S.p.A.: (a) (i) trasferire la quota azionaria detenuta da Hotel S.r.l. in Acque Albule S.p.A. al Comune di ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2932 c.c., con sentenza sostitutiva di rogito ed avente efficacia traslativa tra le parti; (ii) per l'effetto, condannare il Comune di a pagare a Hotel s.r.l. la somma complessiva di € 14.915.100,00, o comunque una somma non inferiore a € 14.394.724,00, come accertato nella Relazione dei Periti, a titolo di prezzo per il trasferimento della predetta quota azionaria; in alternativa, (b) (i) condannare il Comune di a concludere il contratto di compravendita della partecipazione sociale detenuta da Hotel S.r.l. in Acque Albule S.p.A. al prezzo di € 14.915.100,00, o comunque ad un prezzo non inferiore a € 14.394.724,00, come accertato nella Relazione dei Periti; (ii) per l'effetto, condannare altresì il Comune di al pagamento in favore di Hotel s.r.l. del prezzo di cui al contratto di compravendita della partecipazione sociale detenuta da Hotel S.r.l. in Acque Albule S.p.A.; (c) in ogni caso, condannare il Comune di al pagamento degli interessi legali maturati sul prezzo della compravendita della partecipazione sociale detenuta da Hotel S.r.l. in Acque Albule S.p.A. a partire dal 16 novembre 2012, data di esercizio dell'opzione put sino (i) alla data del deposito della emananda sentenza, in caso di accoglimento della domanda di cui alla precedente lettera a) o (ii) alla data in cui sarà effettuato il rogito della predetta compravendita in caso di accoglimento della domanda di cui alla precedente lettera b)».

A fondamento della svolta domanda, la parte rappresentava che: il Comune di possedeva l'intero capitale sociale di Acque Albule s.p.a. fin dalla data della sua costituzione intervenuta nel 1928; in data 29 novembre 2001, a seguito di una parziale privatizzazione di Acque Albule s.p.a., Hotel s.r.l. acquistava dal Comune di una partecipazione in tale società e, contestualmente, stipulava con il medesimo Comune dei patti parasociali di durata quinquennale; i patti parasociali prevedevano, tra l'altro, all'articolo 10, che, nell'ipotesi di loro mancato rinnovo, avrebbe potuto esercitare entro un anno dalla



scadenza una opzione *put*, ossia rivendere le proprie azioni allo stesso Comune di _____ che, corrispondentemente, si obbligava a riacquistarle al prezzo stimato da un perito scelto di comune accordo tra le parti ovvero, in caso di mancato accordo, da un collegio di tre periti, due dei quali nominati dalle parti ed uno dal Presidente del Tribunale di _____ alla prima scadenza quinquennale (2006), il Comune di _____ procedeva al rinnovo dei patti parasociali salvo poi rendersi successivamente inadempiente agli stessi, sì da costringere Hotel s.r.l. ad instaurare un giudizio arbitrale (in virtù della clausola compromissoria in essi contenuta), poi conclusosi con un lodo ad essa favorevole nell'ambito del quale il Collegio Giudicante assumeva come «validi ed efficaci» i patti parasociali; persistendo l'inadempimento del Comune, alla seconda scadenza quinquennale (2011), i patti parasociali non venivano rinnovati; conseguentemente, con comunicazione del 16 novembre 2012, _____ si avvaleva tempestivamente della cennata opzione *put* convenzionalmente prevista; a fronte dell'inerzia del Comune, _____ chiedeva al Presidente del Tribunale di _____ di nominare sia il perito con funzioni di Presidente del collegio, sia il perito di nomina comunale; con relazione del 21 settembre 2015, il Collegio dei periti stabiliva che, alla data di esercizio dell'opzione *put* da parte di _____ la sua partecipazione sociale in Acque Albule aveva un valore di € 14.915.100,00; con lettera in data 7 ottobre 2015, Hotel s.r.l. invitava il Comune di _____ a stipulare il contratto di compravendita della partecipazione azionaria in questione; detto invito non aveva però seguito e, pertanto, Hotel s.r.l. si trovava costretta a ricorrere all'autorità giudiziaria al fine di ottenere una pronuncia che, ai sensi dell'art. 2932 c.c., tenesse luogo del contratto di compravendita che il Comune di _____ ha, con colpa, omesso di concludere.

Sulla scorta di tali premesse, Hotel s.r.l. concludeva come sopra riportato.

Si costituiva il Comune di _____ il quale rassegnava le seguenti conclusioni: «- in via preliminare, sospendere il presente giudizio ex artt. 295 e/o 337, 2° comma, c.p.c. fino alla definizione con sentenza passata in giudicato della controversia relativa all'invalidità ed inefficacia del 'rinnovo' nel 2006 dei patti parasociali tra le parti, allo stato pendente dinanzi alla Corte di Appello di Roma (sez. III - R.G. 6450/2013 - UD. P.C. 13.09.2016); - nel merito, nella denegata ipotesi di rigetto dell'istanza di sospensione del presente giudizio, accertare e dichiarare, ove occorra in via riconvenzionale, l'invalidità e/o



inefficacia del 'rinnovo' nel 2006 dei patti parasociali tra le parti per carenza di potere rappresentativo del Sindaco in mancanza di preventiva autorizzazione del Consiglio Comunale ai sensi dell'art. 42 TUEL; dato atto del divieto del Comune di di assumere partecipazioni in società commerciali di cui alla L. 244/2007, accertare e dichiarare, ove occorra in via riconvenzionale, la risoluzione per impossibilità sopravvenuta dell'opzione put o comunque l'estinzione per impossibilità sopravvenuta dell'obbligo del Comune di di acquistare la partecipazione di Hotel s.r.l. in Acque Albule s.p.a.; in subordine, dato atto che l'opzione put ha ad oggetto le 'azioni sottoscritte' da Hotel s.r.l. all'esito della parziale privatizzazione di Acque Albule s.p.a. (pari al 40% del capitale sociale) e che, in violazione, del patto parasociale, Hotel s.r.l. è titolare allo stato soltanto del 36,55% del capitale sociale di Acque Albule s.p.a., accertare e dichiarare, ove occorra in via riconvenzionale, anche ai sensi degli artt. 1460 e 1181 c.c., il legittimo rifiuto del Comune di di dare esecuzione all'opzione put esercitata da Hotel s.r.l. soltanto per il 36,55% del capitale sociale di Acque Albule s.p.a.; in ulteriore subordine, dato atto del vizio di costituzione del Collegio dei Periti per la determinazione del valore della partecipazione di Hotel s.r.l. in Acque Albule, nonché della manifesta erroneità ed iniquità della stima compiuta in data 21 settembre 2015, procedere alla determinazione del valore della partecipazione di Hotel s.r.l. in Acque Albule s.p.a. ai sensi e per gli effetti dell'art. 1349, 1° comma, 2° cpv. c.c., ove ritenuto all'esito di consulenza tecnica d'ufficio; - in ogni caso, per l'effetto, rigettare in quanto infondate in fatto e in diritto le domande formulate da Hotel s.r.l. nel presente giudizio, stante anche l'assenza di offerta della prestazione a carico di controparte di cedere il 40% del capitale sociale di Acque Albule s.p.a.».

In particolare, il Comune di deduceva che: la società attrice era decaduta dal diritto di esercitare l'opzione put, giacché, diversamente da quanto accertato in sede arbitrale, i patti parasociali oggetto di causa non si erano rinnovati alla prima scadenza dell'anno 2006 e, pertanto, detta opzione, essendo stata esercitata solo in data 12 novembre 2012, ossia oltre il termine convenzionalmente previsto di un anno dalla scadenza, sarebbe stata priva di effetto, con la conseguenza che, tutt'al più, il presente giudizio avrebbe dovuto essere sospeso fino alla definizione del giudizio di impugnazione del lodo arbitrale; l'obbligo del Comune di riacquistare le azioni cedute a ove pure i patti



parasociali fossero stati rinnovati nell'anno 2006, si sarebbe comunque, poi, estinto nell'anno 2007 per impossibilità sopravvenuta, a seguito dell'entrata in vigore di una nuova disciplina normativa (L. 300/2007), che vieta alle amministrazioni locali di acquistare o mantenere partecipazioni sociali in società aventi per oggetto attività non strettamente funzionali ai fini istituzionali; in ogni caso, la domanda di Hotel s.r.l. non era meritevole di accoglimento, in quanto il diritto da essa vantato era inesigibile ai sensi degli artt. 1460 e 1181 c.c., essendo la stessa Hotel s.r.l. inadempiente all'obbligo di mantenere l'intera partecipazione in Acque Albule s.p.a., obbligo che costituirebbe la controprestazione dell'opzione *put*; in ogni caso, la determinazione resa dal Collegio dei periti in sede di arbitraggio con riguardo al valore della partecipazione di in Acque Albule s.p.a., sarebbe invalida: (a) per illegittima composizione del Collegio dei periti all'uopo costituito; (b) per manifesta erroneità ed iniquità della determinazione assunta dal Collegio medesimo.

Con sentenza non definitiva n. 2430/2020 pubblicata in data 4 febbraio 2020, il Tribunale «accerta(va) l'inadempimento del Comune di all'obbligazione, contenuta nell'art. 10 dei patti parasociali stipulati in data 29 novembre 2001, di acquisire la partecipazione in Acque Albule s.p.a. oggi di proprietà della s.p.a. (già Hotel s.r.l.)».

Quindi, con separata ordinanza, disponeva consulenza tecnica affidando agli ausiliari del giudice (prof. Alessandro Musaio, prof. Giuseppe Sancetta, il dott. Antonino Motta) di rispondere ai seguenti quesiti: «esaminati gli atti di causa e, in particolare, visionata la relazione redatta dal collegio dei periti in data 21 settembre 2015 ed esaminate le precedenti stime della società Acque Albule s.p.a., acquisita, anche presso la sede societaria ovvero presso pubblici uffici, se ritenuta necessaria, ogni altra documentazione afferente alla società, il collegio: a) evidenzi se i criteri di determinazione della stima della partecipazione di Hotel s.r.l. in Acque Albule s.p.a. seguiti dal collegio peritale nella relazione del 21 settembre 2015 siano corretti o, comunque, confacenti alle caratteristiche della società Acque Albule s.p.a.; b) evidenzi la fondatezza dei rilievi mossi da parte convenuta alla stima operata dal collegio dei periti nella relazione del 21 settembre 2015; c) proceda, comunque, alla stima della partecipazione di Hotel s.r.l. al capitale sociale di Acque Albule s.p.a. (pari al 36,55% del capitale sociale) alla data del 16 novembre 2012».



Depositato l'elaborato peritale, all'udienza del 9 novembre 2020, trattata con modalità cartolari attesa l'impossibilità, in conseguenza della nota pandemia da Covid-19 e della struttura degli ambienti del Tribunale di Roma, di svolgere udienze in presenza, le parti precisavano le rispettive conclusioni e la causa veniva rimessa per la decisione al Collegio - trattandosi di causa ricompresa nell'art. 50 bis c.p.c. - con concessione alle parti del termine di giorni sessanta per il deposito di comparsa conclusionale e di giorni venti per repliche.

1. La vicenda sottesa alla presente controversia. Le domande proposte da Hotel s.r.l. La sentenza non definitiva n. 2430/2020 pubblicata in data 4 febbraio 2020.

Ai fini di una migliore comprensione, appare utile - richiamando il contenuto dei primi paragrafi della sentenza non definitiva emessa in corso di causa - ripercorrere la vicenda sottesa alla presente controversia.

Nel 1928 veniva costituita la società Acque Albule s.p.a., interamente partecipata dal Comune di ed avente ad oggetto attività inerenti ai settori delle terapie termali, della balneazione e dell'attività alberghiera con specifico riferimento alla gestione delle strutture e degli impianti del parco termale di Terme.

Nel corso dell'anno 2001, a seguito della parziale privatizzazione della società, Hotel s.r.l. acquistava azioni di Acque Albule s.p.a. (pari complessivamente al 40% del capitale sociale), divenendone così socia. In data 29 novembre 2001, contestualmente all'ingresso nel capitale sociale di Acque Albule s.p.a., Hotel s.r.l. sottoscriveva con il Comune di un patto parasociale al fine di regolare alcuni aspetti specifici in ordine all'amministrazione della società e al trasferimento delle partecipazioni sociali. I patti parasociali avevano durata di 5 anni dalla sottoscrizione e, mediante scrittura privata del 12 dicembre 2006, venivano rinnovati alle medesime condizioni, risultandone la loro efficacia prorogata per altri cinque anni ossia sino al 12 dicembre 2011.

Avendo dedotto taluni inadempimenti del Comune di ai patti parasociali, la Hotel s.r.l. proponeva, in data 20 dicembre 2011, domanda di arbitrato richiedendo: (a) l'accertamento degli inadempimenti del Comune consistenti nella violazione agli obblighi (i) di esercitare il proprio voto in assemblea affinché quest'ultima nominasse, quali componenti del consiglio di amministrazione della società, 3 membri di cui: 1 membro



designato dal Comune; 2 membri designati dalla (art. 6 dei Patti Parasociali) e/o (ii) di consultarsi in buona fede con prima di esprimere il proprio voto in Assemblea ed a non opporre un rifiuto o diniego alle proposte di (art. 8 dei Patti Parasociali); (b) il relativo risarcimento del danno.

A conclusione del giudizio arbitrale, con lodo depositato in data 30 gennaio 2014, il collegio - sul presupposto della perdurante validità ed efficacia dei patti (contestata da parte convenuta) - accertava gli inadempimenti ai patti parasociali posti in essere da parte del Comune di il quale veniva condannato al risarcimento del danno subito da Hotel s.r.l., danno liquidato nella misura di €. 78.368,98, oltre interessi.

Nei patti parasociali sopra richiamati era, poi, previsto (art. 10) che «in tutte le ipotesi di mancato rinnovo dei patti parasociali da parte del Comune - fatto salvo il diritto al risarcimento per il Comune derivante dagli inadempimenti di - è riconosciuta a una opzione "put" (...) avente ad oggetto la vendita delle azioni dalla stessa sottoscritte, per un prezzo che sarà determinato in base al valore della partecipazione come stimato da un perito nominato di comune accordo tra il Comune e ed in caso di mancato accordo da un collegio di tre periti, di cui due nominati dalle parti ed il terzo dal presidente del Tribunale di L'esercizio dell'opzione put da parte di dovrà avvenire mediante comunicazione al Comune (entro un anno dal mancato rinnovo o sei mesi dalla definizione del lodo) il quale si obbliga sin da ora ad acquistare la partecipazione ed a compiere ogni conseguente formalità necessaria per il trasferimento della partecipazione azionaria ed a pagare per intero il corrispettivo calcolato come sopra».

In conseguenza del mancato ulteriore rinnovo dei patti parasociali, con missiva del 16 novembre 2012, Hotel s.r.l. dichiarava di voler esercitare l'opzione put ad essa riconosciuta dall'art. 10 dei patti, «invitando il Comune alla pronta corrispondenza di un elenco di nominativi al fine di individuare, in accordo con il perito cui rimettere la stima del valore della partecipazione nella Acque Albule, con riserva di successiva nomina, all'esito dell'inutile decorso di 20 giorni dalla ricezione della presente, del membro di diretta elezione nel costituendo collegio». Non essendo le parti pervenute alla nomina del perito unico,

Hotel s.r.l. indicava il proprio perito nella persona del dott. Carlo De Vincenzi, mentre il Comune di non procedeva alla nomina del proprio perito. Quindi, Hotel s.r.l. presentava apposita istanza per



la nomina sia del perito di nomina comunale, sia del terzo perito con funzione di Presidente al Presidente del Tribunale di il quale procedeva alla nomina del dott. Fernando Ciotti e del prof. Daniele Santosuosso (quest'ultimo con funzioni di Presidente del collegio). All'esito del procedimento, con relazione del 21 settembre 2015, il collegio dei periti accertava che il valore della quota azionaria in possesso della Hotel S.r.l., pari al 36,55% del capitale sociale di Acque Albule s.p.a. era pari, alla data del 16 novembre 2012, data di esercizio dell'opzione *put* da parte di ad €. 14.915.100,00 ovvero, alla data del 31 dicembre 2014, ad €. 14.394.724,00.

Hotel s.r.l., quindi, con missiva del 7 ottobre 2015, invitava il Comune di a concludere il contratto di compravendita della partecipazione sociale ed a compiere ogni conseguente formalità necessaria per il trasferimento della predetta partecipazione azionaria.

Il Comune di non raccoglieva detto invito.

Così ricostruita la vicenda che ha condotto alla presente controversia, la società Hotel s.r.l. (oggi s.p.a.) ha instaurato il presente giudizio al fine di sentire dichiarare l'inadempimento del Comune di all'obbligo su di esso gravante in forza dell'art. 10 dei patti parasociali di acquistare la partecipazione sociale detenuta da Hotel S.r.l. in Acque Albule S.p.A. verso il corrispettivo determinato dal collegio dei periti in €. 14.915.100,00 (o, in subordine, in €. 14.394.724,00) e, conseguentemente, al fine di sentire emettere, ai sensi dell'art. 2932 c.c., una sentenza che, tenendo luogo del contratto non concluso, trasferisca detta partecipazione al Comune di con condanna del medesimo al pagamento del prezzo così come determinato.

Per parte sua, il Comune di ha contestato la domanda di Hotel s.r.l. in ragione: (a) della invalidità dell'atto di rinnovo del 12 dicembre 2006 del patto parasociale in cui è contenuta l'opzione *put*; (b) del divieto per il medesimo Comune di di procedere ad acquisti azionari non coerenti con i propri fini istituzionali ai sensi della Legge n. 244/2007, e ora del d.lgs. n. 175/2016; (c) della violazione dell'opzione *put* da parte della stessa Hotel s.r.l.; (d) dell'iniquità ed erroneità del prezzo della partecipazione sociale detenuta da Hotel s.r.l. come determinato dal Collegio dei Periti, in relazione al quale è contestato anche il vizio di costituzione.

Con sentenza n. 2430/2020 pubblicata in data 4 febbraio 2020, il Tribunale di Roma, non definitivamente pronunciando, «accerta(va)



l'inadempimento del Comune di _____ all'obbligazione, contenuta nell'art. 10 dei patti parasociali stipulati in data 29 novembre 2001, di acquisire la partecipazione in Acque Albule s.p.a. oggi di proprietà della _____ s.p.a. (già _____ Hotel s.r.l.)».

Nella medesima sentenza, il Collegio evidenziava che parte convenuta aveva dedotto, in ogni caso, che la determinazione del valore della partecipazione di _____ Hotel s.r.l. in Acque Albule s.p.a. compiuta dal collegio dei periti con la relazione del 21 settembre 2015 si presenta manifestamente erronea ed iniqua per le ragioni meglio indicate nei propri scritti difensivi (attinenti, in estrema sintesi, all'oggetto ed alla data della stima, ai criteri di rettifica applicati anche in relazioni a precedenti stime eseguite, al termine di scadenza della concessione di sfruttamento delle sorgenti termali, alla valutazione dei singoli cespiti immobiliari di proprietà della società delle cui azioni si tratta).

Ebbene, attesa anche la specificità dei motivi di contestazione indicati da parte convenuta e la consistente discrasia tra la stima operata dal collegio dei periti e precedenti stime eseguite sulla società, riteneva il Tribunale che fosse necessario un approfondimento istruttorio, mediante apposita consulenza tecnica da affidare ad un collegio peritale, al fine di verificare la manifesta erroneità ovvero l'iniquità della determinazione del valore delle azioni di Acque Albule s.p.a. detenute da _____ Hotel s.r.l. operata dal collegio dei periti.

Pertanto, con separata ordinanza, il Tribunale disponeva consulenza tecnica affidando agli ausiliari del giudice (prof. Alessandro Musaio, prof. Giuseppe Sancetta, il dott. Antonino Motta) di rispondere ai seguenti quesiti: «esaminati gli atti di causa e, in particolare, visionata la relazione redatta dal collegio dei periti in data 21 settembre 2015 ed esaminate le precedenti stime della società Acque Albule s.p.a., acquisita, anche presso la sede societaria ovvero presso pubblici uffici, se ritenuta necessaria, ogni altra documentazione afferente alla società, il collegio: a) evidenzi se i criteri di determinazione della stima della partecipazione di _____ Hotel s.r.l. in Acque Albule s.p.a. seguiti dal collegio peritale nella relazione del 21 settembre 2015 siano corretti o, comunque, confacenti alle caratteristiche della società Acque Albule s.p.a.; b) evidenzi la fondatezza dei rilievi mossi da parte convenuta alla stima operata dal collegio dei periti nella relazione del 21 settembre 2015; c) proceda, comunque, alla stima della partecipazione di _____ Hotel s.r.l. al capitale sociale di Acque Albule s.p.a. (pari al 36,55% del capitale sociale) alla data del 16 novembre 2012».



2. Le censure di cui all'art. 1349 c.c.

Come già evidenziato, il Comune convenuto ha dedotto la manifesta erroneità e la manifesta iniquità della determinazione del valore della partecipazione di Hotel s.r.l. in Acque Albule s.p.a. compiuta dal collegio dei periti con la relazione del 21 settembre 2015.

Ai sensi dell'art. 1349 c.c., se la determinazione della prestazione dedotta in contratto è deferita a un terzo e non risulta che le parti vollero rimettersi al suo mero arbitrio, il terzo deve procedere con equo apprezzamento. Se manca la determinazione del terzo o se questa è manifestamente iniqua o erronea, la determinazione è fatta dal giudice.

Sulla base della richiamata disposizione codicistica, le parti possono affidare la determinazione dell'oggetto ad un terzo, definito arbitratore. La norma individua nel terzo il soggetto cui spetta il potere di determinazione e indica i parametri (nei suoi limiti ultimi) che questi dovrà rispettare ai fini della determinazione della prestazione.

L'equo apprezzamento si traduce in una valutazione a cura dell'arbitratore che deve tenere conto di tutte le circostanze di specie note o conoscibili secondo la comune diligenza e deve apprezzarle in modo obiettivo. Detta valutazione è vincolata a criteri tecnici di comune accezione. Poiché in tal caso il giudizio del terzo deve essere ispirato a criteri di buona fede, l'intervento del giudice è ancora possibile, qualora la determinazione dell'arbitratore manchi o sia manifestamente iniqua o erronea.

Il terzo arbitratore, a meno che le parti si siano affidate al suo mero arbitrio, deve procedere con equo apprezzamento alla determinazione della prestazione, adottando cioè un criterio di valutazione ispirato all'equità contrattuale, che in questo caso svolge una funzione di ricerca in via preventiva dell'equilibrio mercantile tra prestazioni contrapposte e di perequazione degli interessi economici in gioco. Pertanto l'equo apprezzamento si risolve in valutazioni che, pur ammettendo un certo margine di soggettività, sono ancorate a criteri obbiettivi, desumibili dal settore economico nel quale il contratto incompleto si iscrive, in quanto tali suscettibili di dare luogo ad un controllo in sede giudiziale circa la loro applicazione nel caso in cui la determinazione dell'arbitro sia viziata da iniquità o erroneità manifesta, il che si verifica quando sia ravvisabile una rilevante sperequazione tra prestazioni contrattuali contrapposte, determinate attraverso l'attività dell'arbitratore (Cass., 30 giugno 2005, n. 13954).



Ciò posto, l'iniquità si identifica in una chiara irragionevolezza o sproporzione del risultato finale della determinazione; essa deve essere oggettiva e non rileva il dolo o la colpa dell'arbitratore.

Con riferimento alla manifesta iniquità, è stato correttamente affermato che manifestamente iniqua è la determinazione che sacrifica notevolmente l'interesse di una parte senza giustificarsi nell'economia del contratto. L'iniquità deve essere manifesta nel senso che deve essere notevole, e tale quindi da risultare evidente: essa assume rilievo ove si traduca in un'intrinseca e indiscutibile inattendibilità della determinazione, che deve essere, quindi, sottoposta al controllo giudiziale.

Una pronuncia ha sostenuto che, per stabilire quando la determinazione della prestazione da parte del terzo sia impugnabile per manifesta iniquità, deve farsi riferimento, in mancanza di un criterio legale, al principio desumibile dall'art. 1448, sicché ricorre la manifesta iniquità in presenza di una valutazione inferiore alla metà di quella equa (Cass., 30 dicembre 2004, n. 24183). Tuttavia, ad avviso di questo Collegio, il richiamo all'art. 1448 c.c. deve essere svolto con un certo margine di discrezionalità, in quanto, diversamente, si introdurrebbe un criterio meramente meccanicistico di determinazione della manifesta iniquità, criterio meccanicistico che non appare funzionale alla *ratio* della disposizione di cui all'art. 1349 c.c.

Quanto alla manifesta erroneità, non è sufficiente un errore qualsiasi, ma gli errori di valutazione degli elementi di fatto o dei dati tecnici debbono assumere un tal grado di entità, da essere rilevabili a prima vista e con sicuro apprezzamento. In particolare, giova precisare che l'errore è rilevante indipendentemente dalla circostanza che abbia determinato l'iniquità della determinazione. In particolare, può trattarsi di un errore di calcolo o di una deduzione per certo contrastante con le premesse, alla luce delle comuni regole di tecnica ed esperienza.

L'iniquità o l'erroneità devono essere manifeste, ossia riconoscibili a prima vista, seppure sulla base di una valutazione tecnico-scientifica.

3. Gli esiti peritali. La manifesta erroneità dei criteri, utilizzati dagli arbitratori, di determinazione del valore della partecipazione sociale in Acque Albule s.p.a.

Parte convenuta ha dedotto la manifesta iniquità e la manifesta erroneità della determinazione del corrispettivo asseritamente dovuto con riferimento ai seguenti rilievi: 1) l'oggetto della stima del Collegio dei



periti. Si tratta della questione attinente alla necessità di tener conto o meno di uno sconto di minoranza nella stima della partecipazione detenuta da in Acque Albule S.p.A.; 2) la data di stima della società e i criteri di rettifica adottati; 3) l'omessa considerazione delle precedenti stime del valore della società; 4) l'omessa considerazione della scadenza della concessione di sfruttamento delle sorgenti termali; 5) la valutazione dei singoli cespiti immobiliari di proprietà di Acque Albule.

Ciò posto, è stato chiesto ai consulenti tecnici di: evidenziare se i criteri di determinazione del valore della partecipazione sociale in oggetto seguiti dagli arbitratori siano corretti o, comunque, confacenti alla società Acque Albule s.p.a.; evidenziare la fondatezza dei rilievi mossi dalla convenuta alla determinazione del corrispettivo; procedere, comunque, ad una rivalutazione della stima della partecipazione di Hotel s.r.l. al capitale sociale di Acque Albule s.p.a. (alla data del 16 novembre 2012).

Ebbene, ritiene il Tribunale che possano essere accolte le conclusioni - che verranno esposte immediatamente *infra* - cui è giunto il collegio peritale nominato dal Tribunale (e composto dai proff.ri Alessandro Musaio e Giuseppe Sancetta e dal dott. Antonino Motta). Giova, sul punto, anche osservare che gli ausiliari del giudice hanno esaurientemente risposto a tutte le osservazioni formulate dalle parti in ordine alle conclusioni della perizia provvisoria.

Quanto alla correttezza dei criteri di stima adottati dagli arbitratori (c.d. collegio arbitrale), i consulenti tecnici nominati dal Tribunale hanno premesso che «il collegio arbitrale perviene, in sostanza, alla stima del valore della quota di partecipazione del 36,55% detenuta da in Acque Albule SpA attraverso il cosiddetto modello basato sulla "stima autonoma dell'avviamento", secondo il quale il valore di un'azienda può essere individuato sommando algebricamente al valore (corrente) del patrimonio quello attribuibile all'avviamento (positivo o negativo), determinato quest'ultimo in via autonoma, ovvero mediante l'attualizzazione dei sovraredditi o dei sottoredditi prefigurabili lungo un arco temporale limitato».

Al riguardo, nella relazione del collegio degli arbitratori è affermato che «in considerazione della mancanza di una precisa indicazione del metodo di valutazione del patrimonio aziendale, non contenuta nell'articolo 10 dei patti parasociali richiamati, si è presa in esame la situazione patrimoniale della Società al 31 dicembre 2014, per identificare, tra i tanti, il criterio più idoneo a consentire la



determinazione del valore del capitale economico della Società, per poi trasporre i medesimi principi anche alla situazione patrimoniale alla data della opzione put, ovvero il 16 novembre 2012»; e, poi, dopo una sintetica rassegna dei metodi comunemente indicati per la valutazione delle aziende, che «per la società Acque Albule SpA la determinazione del capitale economico verrà effettuata mediante valutazione puntuale delle rettifiche del patrimonio netto, ricorrendo all'applicazione del metodo della stima autonoma dell'avviamento, detto anche metodo misto (patrimoniale + reddituale); il reddito medio prospettico sarà ricavato con l'estrapolazione di redditi risultanti dai bilanci approvati per gli anni 2010-2011-2012-2013-2014, opportunamente normalizzati e riferiti all'epoca della presente valutazione, con la determinazione empirica del reddito prospettico a 5 anni», precisato altresì che «il caso specifico della Acque Albule SpA riguarda la stima di una società il cui valore è essenzialmente dipendente dalla valutazione tanto degli immobili strumentali di proprietà, quanto degli impianti e macchinari che compongono le immobilizzazioni, nonché della redditività che l'attività caratteristica svolta riesce a generare».

Ebbene, ad avviso del Tribunale che concorda con quanto evidenziato dai consulenti tecnici nominati, i criteri di stima adottati dal collegio degli arbitratori sono manifestamente erronei.

Come evidenziato nella consulenza tecnica, infatti, primo luogo, taluni dei parametri utilizzati al fine dell'applicazione della formula di valutazione prescelta risultano non condivisibili, in quanto non dimostrati ovvero privi del carattere della razionalità; inoltre, e soprattutto, nell'adozione del modello il Collegio ha commesso un errore significativo, pervenendo così a un risultato scorretto, al punto da rendere non immediatamente evidenti i limiti e l'incoerenza dell'intero impianto valutativo.

Le perplessità relative ai parametri di valutazione riguardano la stima del valore del patrimonio netto rettificato, la determinazione del tasso di attualizzazione, la definizione del reddito prospettico e dell'orizzonte temporale di attualizzazione dei sovraredditi. Al riguardo, in particolare, è possibile osservare che: 1) il valore del patrimonio netto rettificato è costituito prevalentemente da beni immobili, per la stima dei quali il Collegio (avvalendosi della perizia di un esperto terzo) ha impiegato parametri talora generici e non sempre coerenti con i beni oggetto di valutazione ovvero, in altri casi, non motivati e, dunque, non verificabili (si richiamano qui le puntuali osservazioni svolte dai



consulenti tecnici a pag. 19-20 della perizia); 2) in merito al tasso di attualizzazione, esso è determinato sulla base di un risk free rate che deriva da valori non riscontrabili, così come non verificabili risultano il coefficiente β individuato (tanto più che si fa riferimento a un β unlevered) e il premio di mercato adottato; 3) con riferimento al reddito prospettico, non risulta chiarita la ragione in base alla quale esso sia stato determinato quale media dei redditi del periodo 2012-2019 (né si comprende il motivo per cui al fine di calcolare la media si sia effettuata l'attualizzazione al 2012 - al tasso del 5% - dei redditi dei singoli esercizi), così come, relativamente al periodo di attualizzazione del sovrareddito, è affermato esclusivamente che "la durata della correzione reddituale è stata fissata in 8 anni, in previsione di una serie di circostanze riferite alla durata temporale di talune attività sociali", senza alcuna analisi in ordine alla relazione tra reddito atteso e reddito equo.

Tanto precisato, la criticità maggiore che presenta la determinazione svolta dagli arbitratori attiene alla circostanza che, nell'applicazione della formula di valutazione, il "reddito equo" (iK) è calcolato moltiplicando il valore del patrimonio netto rettificato con il risk free rate e non, come dovrebbe essere, con il tasso di congrua remunerazione del capitale (ovvero con il tasso comprensivo del premio per il rischio). Sul punto, i consulenti tecnici hanno precisato che: «al riguardo, appare utile ricordare che il modello di valutazione basato sulla stima autonoma dell'avviamento mediante attualizzazione dei sovraredditi per un periodo limitato costituisce una declinazione del modello reddituale, ove si assume la capacità dell'azienda di produrre, nel lungo termine, un reddito equo o congruo (riflesso nel valore patrimoniale), unitamente alla presenza, per un periodo limitato, di un sovrareddito (ovvero di un reddito atteso superiore a quello equo), destinato però a esaurirsi per effetto delle spinte concorrenziali. E così il modello risulta applicabile anche nel caso di un sottoreddito (ovvero di un reddito atteso inferiore a quello equo), nel diverso assunto, tuttavia, che l'azienda sia in condizioni di tornare, al termine del periodo limitato, a una redditività adeguata rispetto al capitale investito e al rischio sofferto. In termini generali, pertanto, l'individuazione della durata della correzione reddituale è funzione: - nel caso della prefigurazione di un sovrareddito, della perdurabilità delle condizioni positive di operatività; - nel caso di una prospettiva di sottoredditi, del periodo necessario per ristabilire una situazione di equilibrio economico».



Pertanto, è evidente che l'errore contenuto nella Relazione di stima risulta più che determinante, poiché: 1) la corretta applicazione della formula di valutazione avrebbe condotto, a parità di parametri, alla determinazione di un reddito equo di 1.746.316,41 e non di Euro 549.496,00; 2) sarebbe emerso, dunque, un sottoreddito (medio) di Euro 1.187.295,41 e non, come indicato, un sovrareddito di Euro 17.525,00; 3) di conseguenza, si sarebbe reso necessario verificare la sussistenza delle condizioni e i tempi per il ritorno alla congrua remunerazione del capitale, così da confermare la validità del modello e individuare il periodo della correzione reddituale. Con riferimento a tale ultimo punto, allora, deve constatarsi che: il Collegio dei periti ha stimato, per il periodo 2013-2019, un reddito medio di Euro 567.021,00; detto valore è determinato quale media dei redditi del periodo 2012-2019, dove i redditi stimati per il periodo 2015-2019 sono stati integrati per tenere conto del plusvalore latente riferito al magazzino (ovvero alle unità immobiliari destinate alla vendita); posto il carattere non ricorrente dei maggiori ricavi connessi alla cessione del magazzino, la stima del reddito medio stabilmente realizzabile dalla Società dovrebbe essere depurata da detta componente; a parità di altre condizioni, dunque, si sarebbe potuto determinare (pur non effettuando l'attualizzazione riportata nella Relazione di stima) un reddito medio pari a Euro 458.491,00.

In considerazione di quanto sopra, appare evidente come, nella stessa ricostruzione del Collegio dei periti, Acque Albule presentasse una redditività prospettica significativamente inferiore rispetto a quella congrua, tale comunque da non poter giustificare la conferma del valore patrimoniale ovvero, in altri termini, una correzione reddituale (negativa) riferita a un periodo limitato.

Le precedenti considerazioni consentono di pervenire ad una conclusione di inadeguatezza dei criteri di determinazione del corrispettivo adottati dagli arbitratori: al contrario, avrebbe dovuto essere percorso un approccio valutativo basato sui flussi di risultato prospettici (espressi in termini economici o finanziari), così da rappresentare adeguatamente le condizioni di redditività dell'azienda, eventualmente apprezzando separatamente gli asset non funzionali all'attività operativa caratteristica.

Ad avviso di questo Collegio, la manifesta erroneità dei criteri adottati per la stima della partecipazione sociale determina la manifesta erroneità della stima stessa.



4. Segue. La fondatezza dei rilievi mossi da parte convenuta alla stima operata dal Collegio dei periti e la manifesta iniquità del valore della partecipazione sociale in Acque Albule s.p.a. per come determinata dal collegio degli arbitratori.

I consulenti tecnici hanno poi proceduto ad una valutazione dei singoli rilievi mossi da parte convenuta alla stima operata dal collegio degli arbitratori.

Come già evidenziato, il Comune di _____ ha dedotto la manifesta iniquità e la manifesta erroneità della determinazione del corrispettivo asseritamente dovuto con riferimento ai seguenti rilievi: 1) l'oggetto della stima del Collegio dei periti. Si tratta della questione attinente alla necessità di tener conto o meno di uno sconto di minoranza nella stima della partecipazione detenuta da _____ in Acque Albule S.p.A.; 2) la data di stima della società e i criteri di rettifica adottati; 3) l'omessa considerazione delle precedenti stime del valore della società; 4) l'omessa considerazione della scadenza della concessione di sfruttamento delle sorgenti termali; 5) la valutazione dei singoli cespiti immobiliari di proprietà di Acque Albule.

Ciò posto, i consulenti tecnici hanno evidenziato l'insussistenza dei presupposti per applicare uno sconto di minoranza; l'irrilevanza della considerazione delle precedenti stime del valore della società; la non rilevanza della scadenza della concessione di sfruttamento delle sorgenti termali.

Con riferimento al profilo da ultimo accennato, i consulenti tecnici, con ragionamento condiviso da questo Tribunale, hanno rilevato che, se è vero che la concessione (della durata di 90 anni) scadrà nel 2031, è anche vero che il patrimonio immobiliare di _____ Hotel è costituito da stabili estranei all'attività termale-sulfurea (alberghi e ristoranti), tali poter essere impiegati anche in situazioni alternative alla sub-concessione e da beni che possono essere utilizzati anche con una destinazione diversa da quella termale (es. piscine e terme) seppure con possibili effetti negativi in termini di marginalità operativa, nonché da altre attività immobiliari che costituiscono beni accessori.

Quanto, invece, al rilievo concernente lo sconto di minoranza, appare condivisibile la conclusione secondo la quale esso non deve essere applicato nel caso di specie. La valutazione della partecipazione di minoranza è stata, pertanto, correttamente apprezzata secondo il criterio *proporzionale*, a partire dalla stima del valore economico complessivo del capitale della società.



Come noto, il premio di maggioranza è il valore addizionale di un pacchetto di azioni rispetto alla corrispondente frazione di valore economico complessivo dell'*equity* dovuta alla possibilità di permettere l'effettivo controllo dell'impresa. Viceversa, lo sconto di minoranza rappresenta una diminuzione del valore di un pacchetto azionario rispetto al relativo valore intrinseco dovuto alla presenza di disutilità riconducibili alla non detenzione del controllo. Premi e sconti sono estranei al processo che concorre alla stima del valore fondamentale e riguardano una fase successiva. Si tratta, in altre parole, di rettifiche in aumento o in diminuzione da applicare, eventualmente, al valore fondamentale di una partecipazione.

La rettifica del valore economico di una partecipazione c.d. non totalitaria, nel caso di specie di minoranza, costituisce tema ampiamente dibattuto nella dottrina in materia economico-aziendale quanto giuridica in genere, societaria in specie.

Come affermato dai consulenti tecnici, in linea generale, da un punto di vista tecnico, la stima di una partecipazione di minoranza debba tener conto del relativo sconto; tuttavia, nel caso di specie, la valutazione non deve considerare alcuna riduzione in virtù della specificità del contesto giacché si tratta di una stima legata all'esercizio di un'opzione *put*, operazione assimilabile all'esercizio del diritto di recesso ex art.2437-ter c.c. In altre parole, la decurtazione del valore della partecipazione di minoranza, in seguito allo sconto, cagionerebbe un'illegittima compressione del diritto del socio recedente (*rectius* titolare del diritto d'opzione) in aderenza al predicato dell'art. 2437 *ter* c.c.

I rischi insiti nell'applicazione, per così dire, temeraria dello sconto di minoranza hanno indotto anche la prassi alla massima cautela nella valutazione della quota del socio recedente, quale fattispecie assimilabile, per via analogica, all'esercizio dell'opzione di vendita. Si consideri che il riconoscimento dello sconto di minoranza violerebbe quei canoni prudenziali e cautelativi che governano la fattispecie in esame.

L'apparato argomentativo a sostegno della legittimità della valutazione proporzionale si arricchisce di un ulteriore elemento giuridico. L'esercizio dell'opzione di vendita è riconducibile in via analogica al perimetro normativo del recesso dalla società: la *ratio* di tale istituto assolve alla funzione di riequilibrare i rapporti di forza tra i soci (*rectius*, di minoranza) e la società. L'interpretazione sistematica o coordinata dell'istituto in parola permetterebbe di



concludere che al socio recedente è riconosciuta una sorta di via d'uscita, svincolandosi dal rapporto sociale al verificarsi delle condizioni di legge o statutarie. In questo caso, infatti, il tema del valore di mercato della quota, a cui si agganciano i premi di maggioranza e gli sconti di minoranza, appare assente, proprio perché il socio recedente sta esercitando una sua legittima prerogativa.

Ciò posto, come affermato da questo stesso Tribunale (Trib. Roma, 20 aprile 2015, n. 8457), va esclusa l'applicazione dello sconto di minoranza con riferimento alla fattispecie del recesso del socio di minoranza di una S.r.l., dovendosi individuare nel criterio di mercato e nel metodo proporzionale le linee guida della fattispecie relativa alla stima del valore di partecipazioni non totalitarie. Come affermato nel precedente richiamato «non ignora di certo il Giudice che [...] sarebbe possibile, nel procedere alla valutazione della partecipazione del socio recedente, [...] operare, attesa la difficoltà di vendere una partecipazione di minoranza ad un valore equo ed in tempi ragionevoli, uno sconto di minoranza per i ridotti poteri connessi alla posizione di socio di minoranza e/o uno sconto di liquidità per la prevedibile assenza di mercato. [...] esigenza di conformare il reale valore della quota ceduta al peso specifico della quota stessa, attraverso l'applicazione dello sconto di minoranza e dello sconto di liquidità, viene meno se solo si considera che la cessione è avvenuta non in favore di soggetti terzi [...] ma in favore del dante causa degli odierni attori, già titolare del residuo 85% del capitale sociale». E, ancora, i Giudici proseguono nello sviluppo argomentativo: «stando così le cose, appare allora fuori di luogo, qualsiasi riferimento alla difficoltà della vendita o alla scarsa appetibilità di una partecipazione minoritaria, non incidente sulla gestione della società» (nel medesimo senso, Trib. Padova, decr., 22 maggio 2014, n. 980).

Ebbene, nel caso di specie, si tratta di valutare la quota del socio recedente e non una quota negoziabile sul mercato. Conseguentemente, non deve essere applicato alcuno sconto di minoranza.

Quanto alle altre doglianze, esse sono state prese in esame dal collegio peritale ai fini della corretta stima del valore della partecipazione sociale. Rinviando sul punto alle argomentazioni contenute nella perizia, all'esito della stima compiuta, il collegio peritale ha concluso che, alla partecipazione del 36,55% in Acque Albule SpA, detenuta da Hotel Srl, debba essere attribuito un valore economico pari a 7.840.000,00 Euro, a fronte di un valore determinato dal collegio degli arbitratori di 14.915.100,00 Euro.



Ritiene il Tribunale che - non potendosi applicare meccanicisticamente l'art. 1448 c.c. e considerata anche la manifesta erroneità della determinazione del valore in argomento (manifesta erroneità che da sola consentirebbe la determinazione giudiziale del corrispettivo) - debba giungersi alla conclusione che la stima operata dal collegio degli arbitratori sia manifestamente iniqua. E, infatti, appare evidente che una determinazione del valore pari ad €. 14.915.100,00 a fronte di un reale valore d €. 7.840.000,00 sacrifica notevolmente l'interesse di una parte senza giustificarsi nell'economia del contratto.

5. Conclusioni.

Alla luce delle precedenti considerazioni, il Tribunale ritiene che la determinazione del valore della partecipazione detenuta da Hotel s.r.l. in Acque Albule sia manifestamente erronea e manifestamente iniqua.

Conseguentemente, il Tribunale deve pervenire ad una determinazione del corrispettivo dovuto dal Comune di a fronte dell'obbligo di acquistare la partecipazione sociale già accertato in sede di sentenza non definitiva, in misura pari ad €. 7.840.000.

Ciò posto, con la presente sentenza, emessa ai sensi dell'art. 2932 c.c., deve essere trasferita al Comune di la partecipazione del 36,55% in Acque Albule s.p.a., detenuta da Hotel S.r.l. (oggi s.r.l.). Il Comune di deve essere condannato al pagamento, in favore di parte attrice, della complessiva somma di €. 7.840.000,00, oltre interessi, nella misura legale, dalla data del 16 novembre 2012 e fino all'effettivo soddisfo.

Considerato l'esito complessivo della lite - che ha visto, da un lato, l'accoglimento della domanda di parte attrice volta al trasferimento in capo al Comune della partecipazione sociale in Acque Albule s.p.a. e, dall'altro, l'accertamento della manifesta erroneità e iniquità del corrispettivo determinato dal collegio degli arbitratori - sussistono giustificati motivi per disporre la compensazione integrale delle spese del presente giudizio.

Le spese della consulenza tecnica, liquidate con separato decreto, devono essere poste a carico di entrambe le parti, nella misura del 50% ciascuna, con solidarietà nei confronti dei consulenti tecnici.

p.q.m.

Il Tribunale di Roma, definitivamente pronunciando in composizione collegiale, nel contraddittorio tra le parti, così provvede:



- 1) *trasferisce al Comune di la partecipazione pari 36,55% del capitale sociale di Acque Albule s.p.a., detenuta da Hotel S.r.l. (oggi s.r.l.);*
- 2) *condanna il Comune di al pagamento, in favore di parte attrice, della complessiva somma di €. 7.840.000,00, oltre interessi, nella misura legale, dalla data del 16 novembre 2012 e fino all'effettivo soddisfo;*
- 3) *subordina il trasferimento di cui al punto 1) al pagamento di cui al punto 2);*
- 4) *autorizza la parte più diligente ad iscrivere nel registro delle imprese competente il trasferimento di cui al punto 1) che precede;*
- 5) *compensa integralmente le spese del presente giudizio;*
- 6) *pone definitivamente a carico di entrambe le parti, nella misura del 50% ciascuna e con solidarietà nei confronti dei consulenti tecnici, le spese della consulenza tecnica d'ufficio, liquidate con separato decreto.*

Così deciso nella camera di consiglio del Tribunale di Roma in data 10 marzo 2020.

Il Presidente
(dott. Giuseppe Di Salvo)

Il Giudice est.
(dott. Guido Romano)

