

Il valore di ristrutturazione riservato ai soci ex art. 120-quater CCII

Filippo Agostini

9 ottobre 2025

Premessa

Legge fallimentare: nei concordati con continuità aziendale l'imprenditore conserva la proprietà dell'azienda risanata – nelle società i soci conservano il valore delle partecipazioni indipendentemente dall'apporto di nuove risorse – deroga all'art. 2740 cc – le partecipazioni sono estranee al patrimonio sociale

Codice della crisi: la conservazione del valore delle partecipazioni è soggetta alle condizioni dell'art. 120-quater

Art. 120-quater: in vigore dal 15 luglio 2022 (decreto insolvency) - integrato con decorrenza dal 28 settembre 2024 (correttivo-ter) con introduzione del criterio di calcolo del valore riservato ai soci (VRS)

In recepimento della direttiva Insolvency UE 2019/2023 tra i cui obiettivi vi è il coinvolgimento dei soci nella distribuzione del valore



Fermo quanto previsto dall'articolo 112, se il piano prevede che il valore risultante dalla ristrutturazione sia riservato anche ai soci anteriori alla presentazione della domanda, il concordato, in caso di dissenso di una o più classi di creditori, può essere omologato se il trattamento proposto a ciascuna delle classi dissenzienti sarebbe almeno altrettanto favorevole rispetto a quello proposto alle classi del medesimo grado e più favorevole di quello proposto alle classi di grado inferiore, anche se a tali classi venisse destinato il valore complessivamente riservato ai soci. Se non vi sono classi di creditori di grado pari o inferiore a quella dissenziente, il concordato può essere omologato solo quando il valore destinato al soddisfacimento dei creditori appartenenti alla classe dissenziente è superiore a quello complessivamente riservato ai soci.

Per valore riservato ai soci si intende il valore effettivo, conseguente all'omologazione della proposta, delle loro partecipazioni e degli strumenti che attribuiscono il diritto di acquisirle, dedotto il valore da essi eventualmente apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto oppure, per le imprese aventi i requisiti dimensionali di cui all'articolo 85, comma 3, terzo periodo, anche in altra forma.

Art. 120-quater

(Condizioni di omologazione del concordato con attribuzioni ai soci)

1. Fermo quanto previsto dall'articolo 112, se il piano prevede che il valore risultante dalla ristrutturazione sia riservato anche ai **soci anteriori** alla presentazione della domanda, il concordato, **in caso di dissenso** di una o più classi di creditori, può essere omologato se il **trattamento** proposto a ciascuna delle classi dissenzienti sarebbe almeno altrettanto favorevole rispetto a quello proposto alle classi del medesimo **((grado))** e più favorevole di quello proposto alle classi di **((grado))** inferiore, anche se a tali classi venisse destinato il valore complessivamente riservato ai soci. Se non vi sono classi di creditori di **((grado))** pari o inferiore a quella dissenziente, il concordato può essere omologato solo quando il **valore** destinato al soddisfacimento dei creditori appartenenti alla classe dissenziente è superiore a quello complessivamente riservato ai soci.

2. Per **valore riservato ai soci** si intende il valore effettivo, conseguente all'omologazione della proposta, delle loro partecipazioni e degli strumenti che attribuiscono il diritto di acquisirle, dedotto il valore da essi eventualmente apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto oppure, per le **((imprese aventi i requisiti dimensionali di cui all'articolo 85, comma 3, terzo periodo))**, anche in altra forma.

((Il valore effettivo è determinato in conformità ai principi contabili applicabili per la determinazione del **valore d'uso**, sulla base del valore attuale dei flussi finanziari futuri utilizzando i dati risultanti dal piano di cui all'articolo 87 ed estrapolando le proiezioni per gli anni successivi.))

3. I soci possono opporsi all'omologazione del concordato al fine di far valere il pregiudizio subito rispetto all'alternativa liquidatoria.

4. Le disposizioni di questo articolo si applicano, in quanto compatibili, all'omologazione del concordato in continuità aziendale presentato dagli imprenditori individuali o collettivi diversi dalle società e dai professionisti.

[NOTA: art. 85 comma 3: Imprese minori: non abbiano superato nell'ultimo esercizio 2 dei seguenti 3 requisiti: attivo 5 milioni; ricavi 10 milioni; dipendenti medi non superiori a 50]

Presupposti di applicazione

- L'art. 120-quater introduce una **ulteriore condizione per l'omologa** del concordato oltre a quelle dell'art. 112: se vi sono una o più classi dissenzienti l'omologazione è sottoposta a una **prova di resistenza** con la quale il VRS va redistribuito alle classi consenzienti di grado pari o inferiore a quella dissenziente per verificare che il trattamento (%) della classe dissenziente sia almeno uguale a quello delle classi di pari grado e superiore a quello delle classi inferiori. Se la classe dissenziente è l'ultima e non ci sono altre classi di pari grado il confronto si opera in valore assoluto anziché in (%)
- Non occorre una **riserva esplicita** nel piano; non occorre una distribuzione monetaria è sufficiente il mantenimento delle partecipazioni perché queste si rivalutano automaticamente in conseguenza dell'omologa
- Si applica solo ai **soci anteriori** alla presentazione della domanda

Presupposti di applicazione

- Parte della dottrina ritiene che il dissenso rilevante attiene solo alle classi di creditori «interessate» dalla ristrutturazione ovvero le classi che con la APR riceverebbero di più di quanto ricevono con la RPR
- L'art. 87, comma 1, prevede che il piano indichi le parti interessate e non interessate
- La Direttiva Insolvency definisce le parti «interessate»: sono i creditori incisi dal piano di ristrutturazione

Il valore riservato ai soci (VRS) - definizione

- Il valore (di ristrutturazione) riservato ai soci è definito dal 2° comma del 120-quater come il valore effettivo, conseguente all'omologazione della proposta, delle loro partecipazioni e degli strumenti che attribuiscono il diritto di acquisirle, dedotto il valore da essi eventualmente apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto oppure, per le imprese minori, anche in altra forma (es. apporti di opere, di servizi, di attività lavorativa)
- NOTA: le imprese minori sono quelle dell'art. 85: attivo fino a 5 milioni, ricavi fino a 10 milioni, dipendenti medi fino a 50

Il valore riservato ai soci (VRS) - determinazione

- VRS = valore dell'azienda all'omologa - fabbisogno concordatario – apporti dei soci
- Correttivo-ter: ha precisato che il valore effettivo si determina in conformità ai principi contabili applicabili per la determinazione del **valore d'uso**, sulla base del **valore attuale dei flussi finanziari futuri** utilizzando i dati risultanti dal piano ed estrapolando le proiezioni per gli anni successivi
- OIV: il valore d'uso esprime il valore di un'attività nelle condizioni in cui è e nella prospettiva del soggetto che la detiene – è un valore soggettivo e potenziale perché conseguente ad azioni ancora da intraprendere

Il calcolo del VRS

- Valore attuale dei flussi finanziari futuri = metodica del Discounted Cash Flow (DCF)
- $DCF = v.a. \text{ dei flussi del periodo esplicito} + v.a. \text{ dei flussi successivi}$
- Elementi necessari per il calcolo: (1) orizzonte temporale futuro – (2) metriche dei flussi finanziari del piano – (3) tasso di attualizzazione
- Normalmente i flussi del periodo esplicito sono interamente assorbiti dal fabbisogno concordatario: dunque si quantifica solo il 2° addendo con il problema dell'orizzonte futuro limitato o illimitato (TV)

Il calcolo del VRS – (1) l'orizzonte temporale

- Parte dei commentatori ritiene applicabile la formula del TV che attualizza con rendita illimitata il flusso dell'ultimo anno di previsione esplicita ad un tasso di crescita «g»
- L'orizzonte illimitato appare però improprio per un'impresa in crisi e rischia di fornire sovrastime (ricerche empiriche indicano che il TV pesa sulla valutazione aziendale in misura dal 56% al 125%)
- Il tenore della norma («gli anni successivi») lascia piena libertà al valutatore di scegliere la durata futura post-piano dell'impresa: è preferibile assumere un orizzonte temporale limitato

Il calcolo del VRS – (1) l'orizzonte temporale

- Varie opzioni:
 - a) durata post-piano pari alla previsione esplicita: se il piano si estende su 5 anni si fanno proiezioni per ulteriori 5 anni
 - b) aspettativa di vita residua dei soci anteriori tenendo conto che la speranza di vita in Italia nel 2024 è di circa 83 anni
 - c) presunta durata residua dell'impresa con riferimento alle statistiche sui cicli di vita (CCIAA Verona 2023 = 13 anni per società di capitale; MIT's Organizational Learning Centre = 18 anni per aziende del panel Fortune 500)
- Tra le opzioni disponibili si sceglie quella più breve

Il calcolo del VRS – (2) i flussi futuri

- a) Flusso dell'ultimo periodo di piano (come indicato per il TV)
- b) Media, semplice o ponderata, della metrica del periodo esplicito
- Poiché ci si colloca al di fuori dell'intervallo temporale oggetto di piano e di attestazione il valutatore ha la più ampia libertà di esercitare il *professional skepticism* e sviluppare autonome valutazioni riguardo ai vantaggi competitivi dell'impresa, all'ambiente competitivo, al modello di business
- Appropriato anche assumere un tasso di crescita «g» dei flussi post-piano pari a zero

Il calcolo del VRS – (3) il tasso di attualizzazione

- Tener conto che si valuta un'azienda in crisi e che si usa informazione finanziaria prospettica basata su **previsioni** ma anche su **proiezioni**, ovvero assunzioni ipotetiche conseguenti ad azioni da intraprendere
- Il tasso di sconto è un tasso composito del tipo RADR (*risk adjusted discount rate*) scomponibile in almeno 3 componenti necessarie ed una eventuale:
 - 1) rischio sistematico di mercato rappresentato dal costo del capitale stimato sulla base del CAPM (*Capital Asset Price Model*)
 - 2) rischio specifico dell'entità, in particolare se di ridotte dimensioni (*size-premium*)
 - 3) rischio di *execution* del piano che pesa il suo possibile deragliamento
 - 4) rischio di scenario se i flussi attesi non sono flussi medi ma sono legati al manifestarsi di uno specifico scenario, declinabile nella prospettiva di rischio di *down-size* delle previsioni future

Il calcolo del VRS – (3) il tasso di attualizzazione

- 1) rischio sistematico: banche dati online – Italia, agosto 2025 = 8,98%
- 2) rischio specifico (*size-premium*): studio Ibbotson sulle *micro-caps* (1926-2000) = 2,6% - studio Duff & Phelps, oggi noto come Kroll = dallo 0,2% al 8,70% al decrescere delle dimensioni aziendali
- 3) rischio di execution: tassi usati dai *venture capitalist* nelle valutazioni di *start-up* = dal 13% al 52% - tassi di rendimento a scadenza di obbligazioni *corporate* con rating CCC (*redemption yield*) = nel 2024 il 20,5% - studio statistico di Banca d'Italia luglio 2023 = 17,6% la probabilità di insuccesso dei concordati omologati su un campione di 500 procedure
- 4) rischio di *down-size*: non vi sono riferimenti specifici, si possono apprezzare gli scostamenti tra budget e consuntivi storicamente verificatisi per l'impresa in procedura

Il calcolo del VRS – la formula

- Con i dati precedenti, limitati alle prime 3 componenti, di cui per la seconda si assume il valore più alto si otterrebbe il seguente tasso di sconto:

$$\text{RADR} = 8,98 + 8,70 + 17,6 = 35,28\%$$

- L'attualizzazione del flusso prospettico si esegue con la formula della rendita limitata che è la sommatoria degli «n» flussi « $F_t/(1+i)^t$ » dove F_t = flussi netti al tempo t ; i = tasso di sconto; n = numero di anni di proiezione futura; $^$ = elevazione a potenza

Il calcolo del VRS – gli apporti

- Dalla sommatoria dei flussi futuri si detraggono gli apporti dei soci effettuati ai fini della ristrutturazione
- Nessuna problematica per quelli successivi al deposito della domanda
- Per quelli anteriori si pone il dubbio della verifica della funzionalità alla ristrutturazione in relazione alla loro risalenza nel tempo
- Per le imprese minori: rilevano anche gli apporti non monetari con la problematica della loro valutazione (es. apporto di un marchio)

	2026	2027	2028	2029	media s	media p
(pesi)	35	25	15	5		
Flussi finanziari	1.400.000	1.100.000	1.700.000	2.100.000	1.575.000	1.125.000

tasso attualizzazione	
rischio sistematico	0,0898
rischio specifico	0,087
rischio di execution	0,176
Totale tasso	0,3528

A) F = ultimo anno previsione esplicita

	<u>TV OIV</u>		<u>Rendita limitata</u>		
F	2.100.000	5	463.502		
i	0,3528	6	342.624		
g	0	7	253.270		
n	4	8	187.219		
VRS	<u>1.777.282</u>		<u>1.246.615</u>	diff.	530.667

B) F = media semplice

	<u>TV OIV</u>		<u>Rendita limitata</u>		
F	1.575.000	5	347.626		
i	0,3528	6	256.968		
g	0	7	189.953		
n	4	8	140.414		
VRS	<u>1.332.961</u>		<u>934.961</u>	diff.	398.000

C) F = media ponderata

	<u>TV OIV</u>		<u>Rendita limitata</u>		
F	1.125.000	5	248.304		
i	0,3528	6	183.549		
g	0	7	135.680		
n	4	8	100.296		
VRS	<u>952.115</u>		<u>667.830</u>	diff.	284.286

Il test di resistenza

- Ottenuto il valore del VRS si può procedere alla verifica della omologabilità del concordato, distinguendo due casi:
 - A. ci sono altre classi di creditori consenzienti di grado pari o inferiore a quella dissenziente: il concordato è omologabile se la **percentuale** di soddisfazione della classe dissenziente è almeno pari a quelle delle classi di pari grado e più favorevole di quella delle classi inferiori qualora a tali classi venisse destinato il VRS
 - B. non ci sono altre classi di creditori consenzienti di grado pari o inferiore a quella dissenziente: il concordato è omologabile se il valore in termini assoluti destinato alla classe dissenziente è superiore al VRS

Valore di liquidazione = 200

Surplus continuità = 200 di cui 50 riservato ai soci

Passivo: 4 classi di privilegi decrescenti

e 3 classi chirografarie

CASO 1: vota a sfavore l'ultima classe privilegiata

Classe	Val.nom. credito	Valore liquidazione (200)	Valore ai creditori (350)	%	VOTO	Test 120-quater	%
1 Priv. 1	100	100	100	100%	SI	100	100%
2 Priv. 2	100	100	80	80%	SI	80	80%
3 Priv. 3	100	0	60	60%	SI	60	60%
4 Priv. 4	100	0	30	30%	NO	30	30%
5 Chiro	100	0	20	20%	SI	33	33% R
6 Chiro	200	0	40	20%	SI	65	33% R
7 Chiro	100	0	20	20%	SI	33	33% R
soci		0	50				
totali	800	200	400			400	

NON OMOLOGABILE

50/80

CASO 2: vota a sfavore la penultima classe privilegiata

Classe	Valore Credito	Valore liquidazione (200)	Valore ai creditori (350)	%	VOTO	Test 120-quater	%
1 Priv. 1	100	100	100	100%	SI	100	100%
2 Priv. 2	100	100	80	80%	SI	80	80%
3 Priv. 3	100	0	60	60%	NO	60	60%
4 Priv. 4	100	0	30	30%	SI	44	44% R
5 Chiro	100	0	20	20%	SI	29	29% R
6 Chiro	200	0	40	20%	SI	58	29% R
7 Chiro	100	0	20	20%	SI	29	29% R
soci		0	50				
totali	800	200	400			400	

OMOLOGABILE

50/110

CASO 3: vota a sfavore 1 classe chirografaria

Classe	Credito	Valore liquidazione ai creditori		%	VOTO	Test 120-quater	
		(200)	(350)			Test	%
1 Priv. 1	100	100	100	100%	SI	100	100%
2 Priv. 2	100	100	80	80%	SI	80	80%
3 Priv. 3	100	0	60	60%	SI	60	60%
4 Priv. 4	100	0	30	30%	SI	30	30%
5 Chiro	100	0	20	20%	SI	45	45% R
6 Chiro	200	0	40	20%	NO	40	20%
7 Chiro	100	0	20	20%	SI	45	45% R
soci		0	50				
totali	800	200	400			400	

NON OMOLOGABILE

50/40

CASO 4: vota a sfavore l'unica classe chirografaria

Classe	Credito	Valore liquidazione ai creditori		%	VOTO	Test 120-quater
		(200)	(350)			
1 Priv. 1	100	100	100	100%	SI	
2 Priv. 2	100	100	80	80%	SI	
3 Priv. 3	100	0	60	60%	SI	
4 Priv. 4	100	0	30	30%	SI	
5 Chiro	400	0	80	20%	NO	80>50
soci		0	50			
totali	800	200	400			

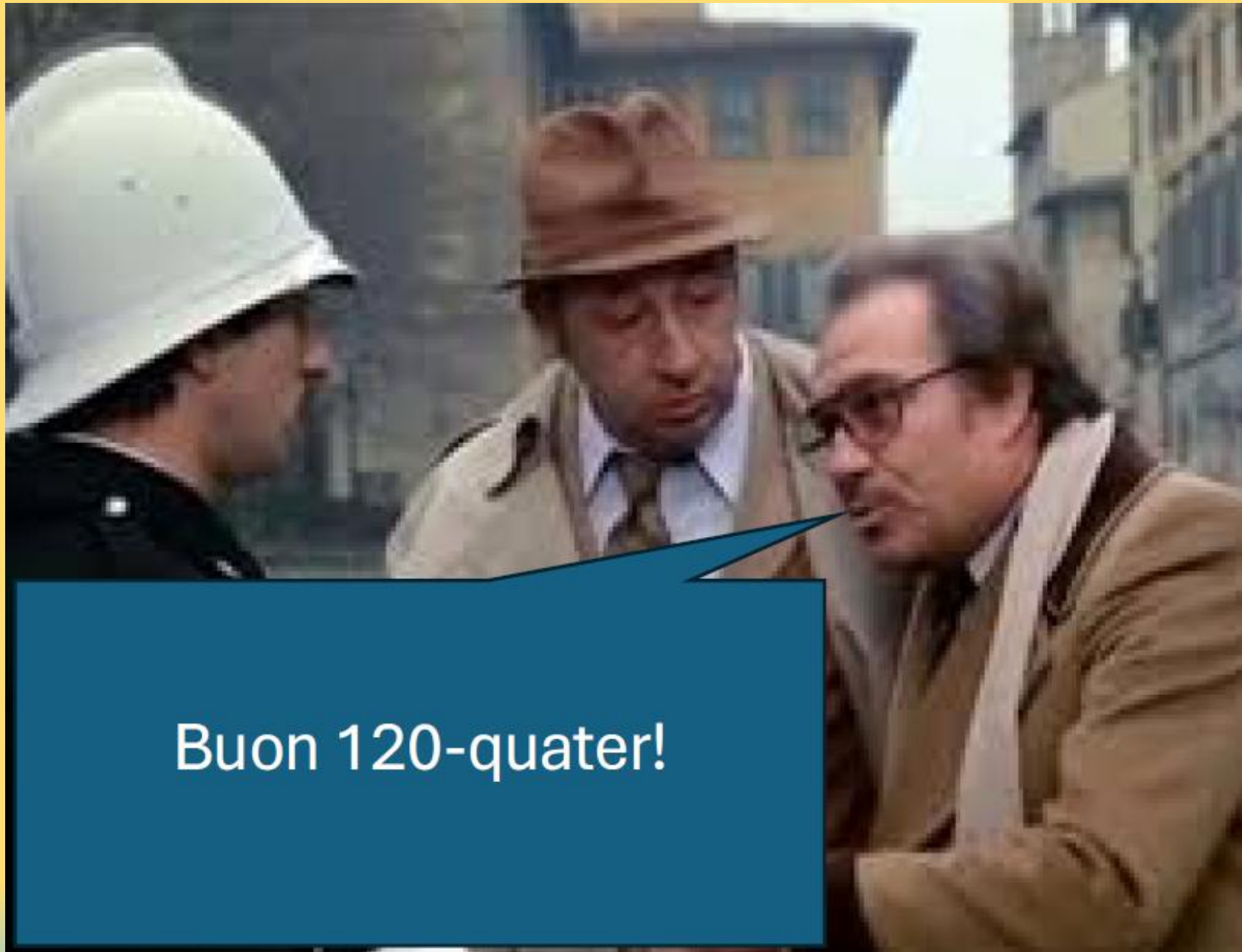
OMOLOGABILE

Altre considerazioni

- La valutazione del VRS spetta al debitore con incarico a professionista indipendente
- Dal punto di vista processuale ci si chiede se la verifica 120-quater sia esercitabile d'ufficio dal tribunale (tribunale di Trieste) oppure richieda l'opposizione all'omologa da parte di un creditore doppiamente qualificato (dissenziante all'interno di classe dissenziente)
- Pochi creditori ostili anche numericamente esigui possono impedire l'omologa: la norma introdotta con finalità «anti-scippo» rischia di diventare una tagliola «affossa-concordati»:

Conclusioni

- Decisivo il ruolo del professionista chiamato a stimare il VRS che deve usare metodiche e parametri che possano calmierare i possibili effetti distorsivi della norma. Pare opportuno:
 - 1) Affidare incarico a professionista indipendente per la stima del VRS fin da subito inserendo la relazione di stima tra gli allegati della domanda
 - 2) In base agli esiti del punto 1) classificare i creditori in modo da superare le prove di resistenza del 120-quater
 - 3) inserire nel piano apporti dei soci volti a superare eventuali criticità del punto precedente
 - 4) se quanto precede non basta valutare altre soluzioni: es. cessione dell'azienda al termine del piano con attribuzione del ricavato ai creditori



Buon 120-quater!