



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
FIRENZE
DSG
DIPARTIMENTO DI
SCIENZE GIURIDICHE
ECCELLENZA 2023-27

Il ruolo della valutazione dell'azienda negli strumenti di regolazione della crisi

Lorenzo Stanghellini



Organismo Italiano di Valutazione

14 Aprile 2025
Università Bocconi Milano

Il contesto delle valutazioni nel CCII

Valutazioni:

- Strumentali alla corretta formazione di una volontà contrattuale
- Strumentali all'accertamento delle conseguenze della prestazione di una volontà contrattuale

In un contesto di crisi, tuttavia:

- Strumentali **all'imposizione di una volontà altrui a un soggetto che la rifiuta**

Quando può accadere?

Entro limiti più ristretti:

- ADR a efficacia estesa
- Piano di ristrutturazione soggetto a omologazione

In limiti più ampi:

- Nel concordato preventivo
- Nei confronti dei creditori pubblici

I limiti della compressione della volontà

Un **diritto** non disponibile:

- Diritto alla liquidazione

Un' **aspettativa** disponibile:

- Ok se approvazione da parte di tutti gli «strati»
- OK anche in mancanza, se rispetta la RPR

Il contesto delle valutazioni nel CCII

Discussion paper n. 1/25:

«8. Diverse possono essere le finalità della valutazione di un'impresa in crisi. Una valutazione potrebbe essere richiesta per individuare la migliore soluzione da adottare per l'impresa stessa o per una specifica categoria di portatori di interesse; o viceversa per valutare se il valore dell'impresa ristrutturata sia superiore al valore dell'impresa in liquidazione (...)»

Una tripartizione fondamentale

Art. 84, comma 6:

*«6. Nel concordato in continuità aziendale il **valore di liquidazione** di cui all'articolo 87, comma 1, lettera c) , è distribuito nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione e di quanto previsto al comma 5 del presente articolo.*

*Per il **valore eccedente quello di liquidazione**, ai fini del giudizio di omologazione, è sufficiente che i crediti inseriti in una classe ricevano complessivamente un trattamento almeno pari a quello delle classi dello stesso grado e più favorevole rispetto a quello delle classi di grado inferiore.*

*Le **risorse esterne** possono essere distribuite in deroga alle disposizioni di cui al primo e secondo periodo del presente comma.»*

Una tripartizione fondamentale

Art. 84, comma 6:

*«6. Nel concordato in continuità aziendale il **valore di liquidazione** di cui all'articolo 87, comma 1, lettera c) , è distribuito nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione e di quanto previsto al comma 5 del presente articolo.*

*Per il **valore eccedente quello di liquidazione**, ai fini del giudizio di omologazione, è sufficiente che i crediti inseriti in una classe ricevano complessivamente un trattamento almeno pari a quello delle classi dello stesso grado e più favorevole rispetto a quello delle classi di grado inferiore.*

Le risorse esterne possono essere distribuite in deroga alle disposizioni di cui al primo e secondo periodo del presente comma.»

Una tripartizione fondamentale

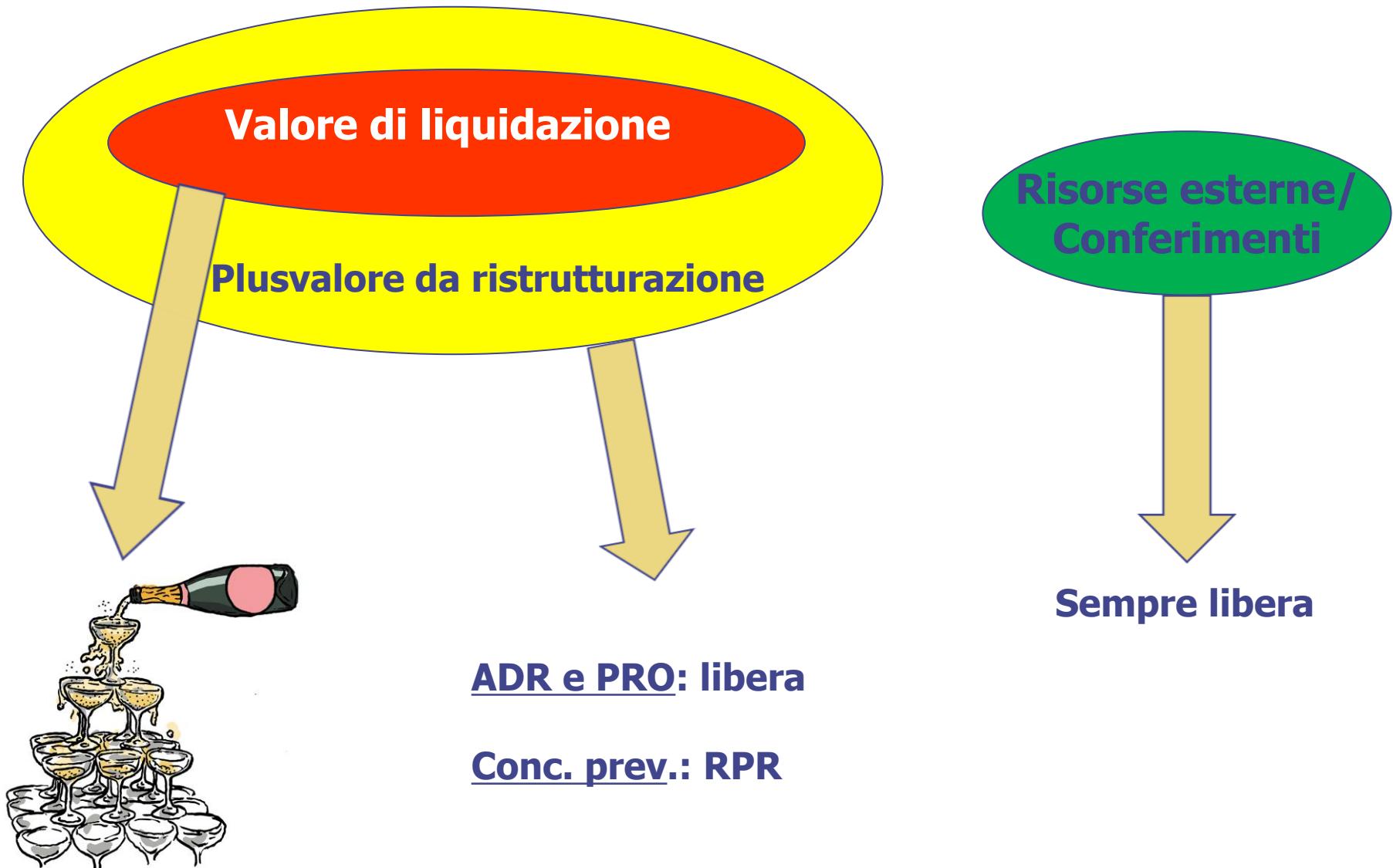
Art. 84, comma 6:

*«6. Nel concordato in continuità aziendale il **valore di liquidazione** di cui all'articolo 87, comma 1, lettera c) , è distribuito nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione e di quanto previsto al comma 5 del presente articolo.*

*Per il **valore eccedente quello di liquidazione**, ai fini del giudizio di omologazione, è sufficiente che i crediti inseriti in una classe ricevano complessivamente un trattamento almeno pari a quello delle classi dello stesso grado e più favorevole rispetto a quello delle classi di grado inferiore.*

***Le risorse esterne** possono essere distribuite in deroga alle disposizioni di cui al primo e secondo periodo del presente comma.»*

Le regole di distribuzione



Il valore di liquidazione

Art. 87, comma 1, lett. c):

Il piano deve indicare:

«c) il valore di liquidazione alla data della domanda di concordato, corrispondente al valore realizzabile, in sede di liquidazione giudiziale, dalla liquidazione dei beni e dei diritti, **comprendendo l'eventuale maggior valore economico realizzabile nella medesima sede dalla cessione dell'azienda in esercizio nonché delle ragionevoli prospettive di realizzo delle azioni esperibili, al netto delle spese;**»

120-*quater* CCII

*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 “valore riservato ai soci” nel concordato

Valore dell’attivo della società

flussi in costanza di piano + "terminal value"

meno

Valore attribuito ai creditori con la proposta

meno

Eventuali apporti dei soci ai fini della ristrutturaz.

Per le piccole imprese, anche "valore da essi (...) apportato (...) in altra forma"

=

**Valore riservato ai soci dal piano (soggetto a
“cap” ex art. 120-quater)**

120-*quater* CCII

Ipotesi di dissenso di classe o classi diverse dall'ultima

«1.... (...) può essere omologato se il trattamento proposto a ciascuna delle classi dissidenti 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»**

120-quater

Ipotesi di dissenso dell'ultima classe

«1.... (...) **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.»

L'art. 120-quater: un'ipotesi

Ipotizziamo:

- debiti per 800
- valore dell'attivo
 - 200 in caso di liquidazione
 - **400 nella prospettiva di ristrutturazione**
- il concordato prevede di pagare 350 ai creditori
- il «valore residuo per i soci» è dunque pari a 50
- non ci sono contributi dei soci, monetari o non monetari

Il problema è se il concordato è omologabile ai sensi dell'art. 120-quater

Il rischio di insuccesso del piano

3. La probabilità di insuccesso del piano. La probabilità in parola riguarda solo alcune configurazioni di valore/oggetti di valutazione (ad esempio è incorporata nel valore di mercato, ma non nel valore desumibile dal piano di riorganizzazione o nella stima del valore recuperabile ai fini di *impairment test*). La probabilità di insuccesso del piano (e conseguente *default* della società) può essere incorporata nella valutazione attraverso due diverse soluzioni: a) facendo uso di un tasso di sconto dei flussi di piano che considera quel rischio (si tratta di fare riferimento a tassi di rendimento richiesti dai finanziatori specializzati in investimenti in aziende caratterizzate da elevato rischio idiosincratico) oppure b) stimando direttamente la probabilità di insuccesso del piano e ricavando il valore come media ponderata (per le probabilità) del valore dell'azienda come risulta dal piano di riorganizzazione e del valore di liquidazione.

120-quater CCII: il *terminal value*

Il valore delle partecipazioni dopo il d.lgs 136/2024

«2. (...). 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**».

Il contesto, alla luce dell'art. 112

CLASSE	CREDITO	VALORE LIQUIDAZ. (200)	APR SUL VALORE DI CONT. (400)	VALORE AI CREDITORI (350)	% SODDISF.	RILEVANTE PER RISTR. TRASV.
Classe 1 - Priv. 1	100	100	100	100	100%	NO
Classe 2 - Priv. 2	100	100	100	100	100%	NO
Classe 3 - Priv. 3	100	0	100	40	40%	SÌ
Classe 4 - Priv. 4	100	0	100	30	30%	SÌ
Classe 5 - Chir.	100	0	0	20	20%	NO
Classe 6 - Chir.	200	0	0	40	20%	NO
Classe 7 - Chir.	100	0	0	20	20%	NO
Soci	-	0	0	Residuo: 50		

Il voto delle classi che consente di procedere all'omologazione ai sensi del nuovo art. 112, comma 2, lett. d), **è solo quello dei privilegiati non integralmente soddisfatti, cioè quelli delle classi 3) e 4):**

- quelle superiori, infatti, non rilevano perché ottengono un pagamento integrale

- quelle inferiori non rilevano perché non otterrebbero alcunché se si distribuisse anche il plusvalore secondo l'APR.

Caso 1: dissente una classe di privilegiati

CLASSE	CREDITO	VALORE LIQUIDAZ. (200)	APR SUL VALORE DI CONT. (400)	VALORE AI CREDITORI (350)	% SODDISF.	RILEVANTE PER RISTR. TRASV.	APPROVA/ NON APPR.	Test 120-quater
Classe 1 - Priv. 1	100	100	100	100	100%	NO	NON APPR.	Aumento max delle percentuali distribuendo il valore riservato ai soci senza violare la RPR
Classe 2 - Priv. 2	100	100	100	100	100%	NO	NON APPR.	
Classe 3 - Priv. 3	100	0	100	40	40%	SÌ	NON APPR.	
Classe 4 - Priv. 4	100	0	100	30	30%	SÌ	APPROVA	39% (+ 9)
Classe 5 - Chir.	100	0	0	20	20%	NO	APPROVA	38% (+18)
Classe 6 - Chir.	200	0	0	40	20%	NO	APPROVA	38% (+36)
Classe 7 - Chir.	100	0	0	20	20%	NO	APPROVA	38% (+18)
Soci	-	0	0	Residuo: 50				OK (81>50)

Anche qualora incrementassimo le percentuali per i creditori di grado inferiore alla classe dissidente dando a queste il residuo per i soci (il "valore riservato ai soci"), **la RPR sarebbe rispettata**

Il concordato è omologabile



Caso 2: dissentente una classe di privilegiati di grado inferiore

CLASSE	CREDITO	VALORE LIQUIDAZ. (200)	APR SUL VALORE DI CONT. (400)	VALORE AI CREDITORI (350)	% SODDISF.	RILEVANTE PER RISTR. TRASV.	APPROVA/ NON APPR.	Test 120-quater
Classe 1 - Priv. 1	100	100	100	100	100%	NO	NON APPR.	Aumento max delle percentuali distribuendo il valore riservato ai soci senza violare la RPR
Classe 2 - Priv. 2	100	100	100	100	100%	NO	NON APPR.	
Classe 3 - Priv. 3	100	0	100	40	40%	SÌ	APPROVA	
Classe 4 - Priv. 4	100	0	100	30	30%	SÌ	NON APPR.	
Classe 5 - Chir.	100	0	0	20	20%	NO	APPROVA	29% (+ 9)
Classe 6 - Chir.	200	0	0	40	20%	NO	APPROVA	29% (+18)
Classe 7 - Chir.	100	0	0	20	20%	NO	APPROVA	29% (+ 9)
Soci	-	0	0	Residuo: 50				NO (36<50)

Il concordato **non è omologabile** perché il residuo per i soci (il "valore riservato ai soci") non potrebbe essere distribuito **alle classi inferiori alla dissentente** senza scardinare la RPR

Caso 3: dissente una classe di chirografari

CLASSE	CREDITO	VALORE LIQUIDAZ. (200)	APR SUL VALORE DI CONT. (400)	VALORE AI CREDITORI (350)	% SODDISF.	RILEVANTE PER RISTR. TRASV.	APPROVA/ NON APPR.	Test 120-quater
Classe 1 - Priv. 1	100	100	100	100	100%	NO	NON APPR.	Aumento max delle percentuali distribuendo il valore riservato ai soci senza violare la RPR <i>Non ci sono classi inferiori o pariordinate trattate peggio della dissenz.</i>
Classe 2 - Priv. 2	100	100	100	100	100%	NO	NON APPR.	
Classe 3 - Priv. 3	100	0	100	40	40%	SÌ	APPROVA	
Classe 4 - Priv. 4	100	0	100	30	30%	SÌ	NON APPR.	
Classe 5 - Chir.	100	0	0	20	20%	NO	APPROVA	
Classe 6 - Chir.	200	0	0	40	20%	NO	APPROVA	
Classe 7 - Chir.	100	0	0	20	20%	NO	NON APPR.	
Soci	-	0	0	Residuo: 50				NO (0<50)

Il concordato **non è omologabile** perché il residuo per i soci (il valore riservato ai soci) non potrebbe essere distribuito **alle classi inferiori o pariordinate diverse dalla dissenziente** senza scardinare la RPR

120-quater

La «New value exception» estesa dopo il d.lgs 136/2024

«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».

(Art. 85: "attivo fino a euro cinque milioni, ricavi netti delle vendite e delle prestazioni fino a euro dieci milioni e un numero medio di dipendenti pari a cinquanta".

La deroga alle regole di priorità prevista per i soci dalla legge tedesca

Art. 28, par. 2(1) StaRUG (2021):

È consentito il mantenimento di una partecipazione nella società ristrutturata in deroga all'APR, a condizione che:

*« 1. il contributo (...) [del socio] alla continuità aziendale sia **indispensabile per la realizzazione del valore del piano, per effetto di particolari circostanze personali e (...) [il socio] si impegni nel piano a fornire la necessaria cooperazione** e a trasferire il relativo controvalore nel caso in cui la sua partecipazione cessi per motivi a lui imputabili prima della scadenza di cinque anni o del più breve periodo previsto per l'esecuzione del piano».*