

IL VALORE RISERVATO AI SOCI EX ART. 120- QUATER CCII: BREVI RIFLESSIONI *DE IURE CONDITO* SULLA POSSIBILE QUANTIFICAZIONE

NICOLA CADEI

SOMMARIO: 1. Alcune considerazioni sulla differente posizione dei soci e dei creditori in termini di “valore di mercato” ricavabile dall’esecuzione di un piano di concordato – 2. Finalità della procedura – 3. Gli evidenti disallineamenti temporali previsti dalla norma ed il conseguente elevato grado di incertezza operativa – 4. La valutazione ipoteticamente impiegabile – 5. Conclusioni

Premessa

La lettera dell’art. 120-*quater* del D.Lgs. 12 gennaio 2019 n° 14 (d’ora in avanti anche “Codice della Crisi d’Impresa e dell’Insolvenza” ovvero “CCII”¹), con particolare riferimento al caso di dissenso della c.d. “infima” classe, sta ponendo agli operatori di settore non ben pochi temi di applicabilità della norma rispetto agli innumerevoli differenti casi concretamente riscontrabili, comportando al contempo notevoli questioni in termini di stabilità delle procedure di concordato in continuità.

¹ Per un’ampia disamina della normativa di riferimento, oltreché dell’evoluzione della disciplina della crisi, si rimanda al Volume “*Diritto della crisi e dell’insolvenza*”, a cura di S. Pacchi e S. Ambrosini, Zanichelli editore, Bologna 2023.

Il presente elaborato ha la finalità di fornire alcune linee guida al fine della quantificazione del c.d. “*valore riservato ai soci*²” richiamato indirettamente dal primo e direttamente dal secondo comma dell’art. 120-*quater* CCII nell’ambito della regolamentazione delle procedure che prevedono un classamento dei creditori (ovverosia nel concordato e nei piani di ristrutturazione soggetti ad omologazione), oltreché di voler stimolare alcune riflessioni, stante l’attuale formulazione normativa, in merito alla concreta ed obiettività possibilità della relativa quantificazione.

1. Alcune considerazioni sulla differente posizione dei soci e dei creditori in termini di “valore di mercato” ricavabile dall’esecuzione di un piano di concordato

L’art. 120-*quater* CCII, rubricato “Condizioni di omologazione del concordato con attribuzioni ai soci” esordisce al primo comma richiedendo, quale necessaria condizione di applicabilità dello stesso, che il piano di concordato³ preveda – non risulta chiaro se esplicitamente oppure solo implicitamente, ovverosia in modo ricavabile dai relativi dati⁴ – che il valore

² Nel prosieguo verranno identificati “soci” sia i quotisti delle società di persone e delle S.r.l., sia gli azionisti delle S.p.A..

³ Come noto, documento il cui contenuto e condizioni sono decisi – con competenza esclusiva – dall’Organo amministrativo societario. Sul punto, oltreché per una disamina del rapporto tra amministratori e soci (anche da un punto di vista del relativo classamento), si rimanda a A. Nigro, *La nuova disciplina degli strumenti di regolazione della crisi e dell’insolvenza delle società*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 3/2022, p. 118.

⁴ Ai sensi dell’art. 87 del CCII tale previsione non risulta prevista nel contenuto del piano di concordato. Al fine di evitare comportamenti opportunistici nella predisposizione del piano e nella formazione delle classi (soprattutto nel caso in cui l’Organo amministrativo coincida con la proprietà), si preferisce propendere per la seconda soluzione. Conformemente a tale interpretazione, A. Guiotto, *Il valore riservato ai soci nel concordato in continuità aziendale*, in *Dirittodellacrisi.it*, 13 aprile 2023, P.G. Cecchini, *Il dilemma del conflitto di interessi: voto negato o classato?*, in *Dirittodellacrisi.it*, 30 ottobre 2023 e M. Fabiani e A. Guiotto, *Il valore della ristrutturazione destinabile ai soci*, in *Il Fallimento*, 2024 mentre opposta interpretazione è rinvenibile in L. Bottai, A. Pezzano, M. Ratti, M. Spadaro, *Il concordato preventivo con attribuzioni ai soci*:

risultante dalla ristrutturazione⁵ conseguente all'omologazione della proposta sia riservato anche ai soci anteriori alla presentazione della domanda.

L'attribuzione di un qualsivoglia valore⁶ derivante dal piano di concordato (ovverosia, più pragmaticamente, di un'utilità economica) in capo ai soci anteriori alla presentazione della domanda, in una forma che deve necessariamente risultare confrontabile rispetto a quella prevista nel piano a favore dei creditori – quindi misurabile da un punto di vista finanziario⁷ –,

criticità e prospettive del nuovo art. 120 quater CCII, in *Diritto dellacrisi.it*, 8 novembre 2022. Sul punto si richiama altresì R. Brogi, *I soci e gli strumenti di regolazione della crisi*, in *Il Fallimento*, 2022, p. 1290 ss. secondo cui “[...] la norma in esame riguarda le ipotesi di piani in continuità aziendale e con una suddivisione obbligatoria in classi tra i creditori e i soci in favore dei quali è prevista l'assegnazione di parte del valore risultante dalla ristrutturazione”.

⁵ Per una definizione dottrinale della fattispecie, si rimanda ad A. Guiotto, *op. cit.*, P.G Cecchini, *op. cit.*, R. Ranalli, *Con il Codice della crisi il risanamento è con i creditori e non vi è più spazio per chi li pregiudica*, in *Diritto dellacrisi.it*, 18 luglio 2023 e M. Maugeri, *Partecipazione sociale e valore dell'impresa in crisi*, in *ODCC* n. 1-2021. Secondo M. Fabiani e A. Guiotto, *op. cit.* “Il valore risultante dalla ristrutturazione cui si riferisce l'art. 120-quater è una grandezza assoluta che corrisponde al valore effettivo dell'azienda [meglio se “della partecipazione”] al momento dell'omologazione del concordato, al netto dell'indebitamento concorsuale e operativo”. Sempre M. Fabiani e A. Guiotto, *op. cit.*, opportunamente sottolineano che “Questo valore non coincide affatto con quello di “valore eccedente il valore di liquidazione”, o “plusvalore da continuità”, assoggettabile alla relative priority rule, che è invece calcolato come differenza tra i flussi finanziari netti prodotti dalla gestione nell'arco di piano, a servizio dell'indebitamento concorsuale, e il valore di liquidazione. [...] “Valore risultante dalla ristrutturazione” e “valore eccedente il valore di liquidazione” sono pertanto due grandezze concettualmente diverse, e ben potrà applicarsi la disciplina dell'art. 120-quater anche in presenza di un ingente plusvalore da continuità che renda la proposta di concordato molto più conveniente per i creditori rispetto all'alternativa liquidatoria”.

⁶ Secondo G. D'Attorre, *Le regole di distribuzione del valore*, in *Il Fallimento*, 2022, p. 1223 ss., “Esso comprende quello che viene definito il “valore di liquidazione”, ossia l'attivo ricavabile dalla liquidazione, atomistica o in blocco, del patrimonio del debitore, ed il c.d. plusvalore da continuità, ossia le risorse ricavabili dalla prosecuzione dell'attività nel periodo di piano”.

⁷ L'art. 84, terzo comma, secondo periodo CCII, indica che la proposta di concordato debba prevedere, per ciascun creditore, un'utilità specificamente individuate ed economicamente valutabile, che può consistere altresì nella

risulta pertanto ulteriore presupposto per l'applicabilità della norma. Come condivisibilmente osservato da autorevole dottrina⁸, la differenza maggiormente rilevante tra la posizione dei creditori e quella dei soci⁹, dal punto di vista dei loro interessi patrimoniali [ndr. probabilmente meglio se intesi in termini di diritti finanziari, impliciti ovvero espliciti, attuali ovvero futuri], risiede nel fatto che i primi ambiscono a conseguire il pagamento (o eventualmente altra forma di soddisfazione) dei loro crediti¹⁰, mentre i secondi, quando la società non sia avviata alla liquidazione – ma se ne voglia preservare la continuità aziendale –, aspirano a preservare in tutto o in parte il valore delle loro partecipazioni [ndr. probabilmente meglio se, anche, “e la relativa redditività”]¹¹.

La confrontabilità delle grandezze, nell'ambito della procedura concorsuale, dovrebbe altresì presupporre la medesima effettività di valore conseguente all'omologazione della proposta, ovverosia riguardare il valore concretamente realizzabile in un contesto per antonomasia caratterizzato da un differente ma elevato grado di rischio, non comportante in ogni caso l'automatica fuoriuscita dell'imprenditore dallo stato di crisi ovvero di insolvenza.

prosecuzione o rinnovazione di rapporti contrattuali con il debitore o con il suo aente causa.

⁸ R. Rordorf, *I Soci di società in crisi*, in *Le Società*, 2023, 10, p. 1138 ss..

⁹ Ulteriore rispetto all'inversamente proporzionale aspettativa di ritorno delle due classi di *stakeholders*. Ciò risulta sicuramente riscontrabile, soprattutto, in situazioni dove il patrimonio netto ante-ristrutturazione si attesta, come normalmente accade, a valori negativi.

¹⁰ Il tutto nel limite del valore del relativo credito nel caso di classi dissidenti in sede di votazione ai sensi dell'art. 112, secondo comma, lett. c) CCII. Ciò risulta altresì richiesto in caso di voto favorevole di tutte le classi sensi dell'art. 112, primo comma CCII, ai sensi del quale il “*Tribunale omologa il concordato verificati: [...] c) l'ammissibilità della proposta; d) la corretta formazione delle classi; e) la parità di trattamento dei creditori all'interno di ciascuna classe*”.

¹¹ Per un'ulteriore interessante disamina sul raffronto tra le posizioni dei creditori e di “mantenimento di interessi” da parte dei soci, si rimanda a G. Lener, *Considerazioni intorno al plusvalore da continuità e alla “distribuzione” del patrimonio (tra regole di priorità assoluta e regole di priorità relativa)*, in *Dirittodellacrisi.it*, 25 febbraio 2022.

Per i creditori, tale configurazione di valore dovrebbe riflettere il fatto che l'importo loro offerto da parte del debitore – ovvero dal proponente della proposta concorrente¹² – nell'ambito della proposta di concordato (in ogni caso necessariamente preferibile, anche in termini attuariali, rispetto allo scenario della liquidazione giudiziale¹³) rappresenti il miglior soddisfatto finanziario delle relative pretese¹⁴, ovverosia il c.d. “valore di mercato” del diritto di credito calcolato sulla base dei relativi privilegi e dei flussi finanziari disponibili (da distribuirsi prima secondo la logica di APR e poi, per l'eccedenza, di RPR¹⁵). Allo stesso modo, il valore di mercato riservabile ai soci (al lordo del valore da essi apportato ai fini della ristrutturazione) dovrebbe rappresentare il prezzo che un

¹² Ai sensi dell'art. 90 CCII.

¹³ Pena, in caso contrario, l'inammissibilità della proposta di concordato in continuità ai sensi dell'art. 84 CCII.

¹⁴ Potrebbero esistere ulteriori incentivi per il creditore in termini di convenienza della proposta, quali ad esempio la continuazione del rapporto contrattuale, altresì tenuto conto del fisiologico restringimento dei termini di dilazione di pagamento concessi. Come opportunamente richiamato da attenta dottrina (G. Cecchini, *op. cit.*, nota 39), anche l'esonero da revocatoria costituirebbe una modalità di soddisfazione del credito concordatario (richiamo a S. Leuzzi, *Il giudizio di omologazione del concordato preventivo: oggetto, regole, controlli*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2023).

¹⁵ Sul tema della distribuzione del valore si rimanda a D. Vattermoli, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine*, in *Riv. Società*, 2018, p. 858 e ss., G. D'Attorre, *La distribuzione del patrimonio del debitore tra absolute priority rule e relative priority rule*, in *Il Fallimento*, 2020, p. 1015 e ss., G. D'Attorre, *prima op. cit.*, A. Rossi, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 3/2022, p. 88, D. Galletti, *Regole di priorità e distribuzione del plusvalore concordatario: due passi indietro ed un'occasione importante perduta*, in *Fallimentarista*, 2022, G. Acciaro ed A. Turchi, *Le regole di distribuzione del patrimonio tra passato e futuro*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 2022, A. Ilacqua, *La regola della “relative priority rule” nel codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, in *Rivista di diritto societario*, 2023 e S. Ambrosini, *Finalità del concordato preventivo e tipologie di piano: gli interessi protetti e lo “statuto” della continuità aziendale*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 1/2024, p. 4. Per quanto concerne la posizione dei diritti dei creditori nei confronti di terzi garanti e datori di pegno o ipoteca, l'art. 117, primo comma, secondo periodo CCII, prevede l'impregiudicata conservazione dei medesimi.

soggetto indipendente ed informato, non sottoposto a particolari pressioni (obblighi di acquisto), sarebbe disponibile a sostenere al fine di acquistare dai soci la relativa partecipazione conseguentemente all'omologazione del concordato, tenuto conto della struttura finanziaria societaria risultante a tale data – così come delle previsioni di cui alla proposta di concordato – e secondo le rispettive interessenze (applicando quindi premi di maggioranza e sconti di minoranza, se del caso). In entrambi i casi, il valore di mercato dovrà riferirsi ed essere desunto unicamente rispetto allo specifico piano ed alla specifica proposta collegata alla domanda depositata¹⁶, senza considerare qualsivoglia ulteriore e difforme scenario non contemplato ovvero non induttivamente estrapolabile da tali documenti e dai dati ivi contenuti.

Inoltre, deve rimanere fermo il fatto che l'omologazione del concordato non comporta l'automatica fuoriuscita dell'imprenditore dallo stato di crisi ovvero di insolvenza in cui il medesimo si trovava nel momento di deposito della domanda, risultando il superamento di tali situazioni condizionato all'integrale esecuzione della proposta ivi contenuta e, in termini probabilistici, soggetto a rischi in termini di realizzabilità.

Altra sostanziale differenza nelle posizioni di soci e creditori è rinvenibile nell'orizzonte temporale in termini di aspettativa di ritorno economico ovvero di soddisfazione delle proprie aspettative ovvero pretese¹⁷, risultando normalmente l'ottica del socio (ancor più in caso di maggioranza ed in caso sia di tipo industriale¹⁸) di medio-lungo periodo (nel caso di specie almeno sino alla completa auspicata esecuzione del concordato) mentre

¹⁶ Conformemente R. Ranalli, *op. cit.*, secondo cui “*In presenza di un piano, le regole di distribuzione sono chiare ed univoche. Sono i principi contabili, interni ed internazionali, che determinano, conformemente alla prassi aziendaleistica, il valore in misura corrispondente ai valori attuali dei flussi risultanti dal piano stesso (che già prevedono con segno negativo i pagamenti spettanti ai creditori concorsuali)*”.

¹⁷ Cfr. L. Panzani, *Le finalità del concordato preventivo*, in *Dirittodellacrisi.it*, 10 ottobre 2022.

¹⁸ Piuttosto che finanziario.

quella del creditore di un più breve periodo¹⁹. Tale aspetto, unitamente ai diversi livelli di rischio derivanti dall'appartenenza ad una ovvero all'altra categoria, comporterà altresì la necessità di adottare due differenti criteri in termini di attualizzazione dei previsti flussi finanziari di categoria al fine dell'eventuale confronto dei rispettivi valori (ovvero tassi) di soddisfazione.

2. Finalità della procedura

Da un punto di vista della finalità della procedura, esulando il presente contributo dall'analisi dei requisiti necessari per il relativo accesso, risulta necessario distinguere le procedure con finalità liquidatorie da quelle finalizzate a mantenere ovvero recuperare la continuità aziendale²⁰, circostanziando l'applicabilità e gli effetti della normativa in funzione del caso²¹. In particolare, nelle procedure con finalità liquidatorie, l'obbligo di apporto di risorse esterne che incrementi di almeno il 10% l'attivo disponibile e assicuri il soddisfacimento dei chirografari e dei degradati in misura non inferiore al 20% del relativo valore complessivo²², viene logicamente – ed ai sensi di legge²³ – adempiuto da parte dei soci (ovvero da figure ad essi correlate), unica categoria di soggetti mantenente un interesse attivo, quello

¹⁹ Salvo particolari categorie di creditori in particolari contesti, come ad esempio i creditori ipotecari per cui nel piano di concordato in continuità non viene prevista la cessione del bene su cui risulta iscritto il privilegio, con conseguente maggiore dilazione e previsione di un adeguato tasso di remunerazione, fermo restando il rispetto delle regole di APR e RPR, in termini di rimborsi.

²⁰ Tralasciando altresì il presente contributo l'analisi in merito al distinguo tra procedure con compagini sociali molto frazionate piuttosto che molto concentrate, risultando i soci – in particolare nel primo caso – minormente coinvolti nella (e nell'interesse alla) ristrutturazione.

²¹ Secondo M. Fabiani e A. Guiotto, *op. cit.*, è naturale che la previsione di cui all'art. 120-*quater* CCII possa essere applicata unicamente al concordato preventivo che si fonda su un piano di continuità dell'attività aziendale (esulando l'applicabilità alle ulteriori fattispecie).

²² Art. 84, terzo comma, CCII.

²³ Art. 84, quarto comma, ultimo periodo CCII.

dell'omologazione e della conseguente potenziale esdebitazione, ad apportare nella società in crisi risorse a "fondo perduto", per giunta integralmente a favore dei creditori concorsuali²⁴, risultando in tale caso impossibile derogare alla *absolute priority rule*²⁵.

Inoltre, per quanto qui d'interesse, nel concordato con liquidazione del patrimonio, la suddivisione dei creditori in classi non risulta in ogni caso obbligatoria²⁶ al contrario delle procedure in continuità aziendale, potendo conseguentemente astrattamente difettare il presupposto normativo del dissenso di una o più classi di creditori. Infine, la completa liquidazione del patrimonio comporta la cessazione dell'attività d'impresa e la conseguente sostanziale mancanza di utilità economica in capo ai soci limitatamente responsabili²⁷ in termini di ritorni economici ovvero finanziari, salvo per l'esdebitazione, per l'eventuale (remoto) riparto del residuo attivo di liquidazione²⁸ e per il caso in cui i medesimi, ricoprendo altresì posizioni nell'ambito dell'amministrazione (ed unicamente con riferimento a tale posizione) ovvero ruoli di direzione e coordinamento nei confronti della società in crisi, abbiano l'indiretto interesse ad evitare azioni revocatorie, risarcitorie ovvero recuperatorie nei loro confronti²⁹, così come eventuali azioni di inefficacia di atti e contratti posti in essere nell'ambito dei gruppi³⁰. In ogni caso, il valore di liquidazione del patrimonio dovrà essere destinato prioritariamente ai creditori

²⁴ Tali apporti dovrebbero altresì rilevare ai sensi del valore eventualmente apportato dai Soci ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto.

²⁵ Conformemente, G. D'Attorre, *prima op. cit.*, secondo cui "Nei concordati liquidatori, opera la regola della priorità assoluta (absolute priority rule)".

²⁶ Art. 85, primo comma CCII.

²⁷ A differenza dei soci illimitatamente responsabili, aggredibili anche rispetto al proprio patrimonio personale.

²⁸ Circostanza smorzata dal necessario apporto di risorse richiesto.

²⁹ Circostanza maggiormente riscontrabile in società a ristretta base azionaria ovvero con proprietà coincidente con il *management*.

³⁰ Art. 290 CCII.

sociali, risultando limitatissimi i casi in cui anche i soci potranno trarre qualsivoglia beneficio diretto, ovverosia attribuzione finanziaria.

In sostanza, la norma in oggetto risulta di limitatissimo interesse per le procedure prevedenti la liquidazione del patrimonio³¹.

Nelle procedure in continuità aziendale, dove invece il legislatore ha espressamente previsto la tutela dell'interesse dei creditori³² ed il preservamento, nella misura possibile, dei posti di lavoro (art. 84, secondo comma, CCII), l'utilità economica per i soci può essere sicuramente ritratta dal risanamento dell'impresa, sia in termini di recupero del capitale investito, sia in termini di ripristino della redditività aziendale³³.

Tale interesse risulta in ogni caso lecito e previsto dalla Direttiva *Insolvency*, al cui “Considerando n. 2” è indicato che i

³¹ Alla medesima conclusione si potrebbe giungere in ipotesi di concordato in continuità “indiretta” in cui l’azienda (ovvero le aziende) vengano gestite da parte di terzi (nel senso di soggetti estranei rispetto alla compagine societaria), cfr. P.G. Cecchini, *op. cit.*, M. Fabiani e A. Guiotto, *op.cit.*, secondo cui “da un punto di vista formale l’art. 120-quater potrebbe riferirsi anche alla continuità indiretta, ma questa potenziale conclusione va subito revocata in dubbio posto che è necessario valutare in concreto se sia realizzabile una continuità indiretta a supporto di una proposta che conservi una quota di valore in capo ai soci e la risposta sarà tendenzialmente negativa, salvo qualche sporadico caso pratico” e A. Nigro, *op. cit.*.

³² Per un’ampia disamina delle finalità del concordato, oltreché in merito alla posizione dei soci nella loro veste di *residual claimants*, si rimanda a L. Panzani, *op. cit.*. Si richiama altresì, per quanto concerne la sostenibilità economica richiedibile nelle procedure in continuità, P. Bastia, *La sostenibilità economica nel concordato in continuità aziendale*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 1/2023, p. 22.

³³ Al Considerando 56 della Direttiva *Insolvency*, è previsto che “Gli Stati membri dovrebbero poter derogare alla regola della priorità assoluta, se ad esempio si consideri giusto che i detentori di strumenti di capitale mantengano determinati interessi ai sensi del piano, nonostante che una classe di rango superiore sia obbligata ad accettare una falldown dei suoi crediti, o che i fornitori essenziali cui si applica la disposizione sulla sospensione delle azioni esecutive individuali siano pagati prima di classi di creditori di rango superiore. Gli Stati membri dovrebbero poter scegliere quale dei suddetti meccanismi di protezione predisporre”.

quadri di ristrutturazione dovrebbero consentire ai debitori, tra l’altro, di massimizzare il valore anche per i proprietari, seppur con la doverosa limitazione³⁴ secondo cui “*gli Stati membri dovranno garantire che essi non possano impedire irragionevolmente l’adozione di un piano di ristrutturazione che ripristinerebbe la sostenibilità economica del debitore*”³⁵.

Con riferimento a tali procedure, per quanto concerne l’ordine di distribuzione dei valori derivanti dal concordato, la rigida regola dell’*absolute priority rule* viene rigorosamente impiegata unicamente per la distribuzione dell’ipotetico valore realizzabile in caso di liquidazione dei beni o dei diritti sui quali sussiste la causa di prelazione (al netto delle spese di procedura e generali inerenti ai medesimi), potendo il piano prevedere che il valore eccedente rispetto a tali grandezze, così come il valore derivante da eventuali apporti esterni, possa essere distribuito secondo la *relative priority rule*³⁶, potenzialmente – tenuto ad ogni modo conto dei vincoli di distribuzione di cui all’art. 84 CCII – anche ai soci anteriori alla presentazione della domanda³⁷.

³⁴ Considerando 57 della Direttiva *Insolvency*.

³⁵ Sulla legittimità di una proposta concordataria in continuità aziendale che consenta all’imprenditore di mantenere la proprietà dell’azienda dopo una ristrutturazione del debito che preveda la soddisfazione solo parziale dei creditori si richiama P. Riva, *Il complesso ruolo dei soci nella gestione della crisi d’impresa*, in *Diritto dell’acrisi.it*, 26 gennaio 2024.

³⁶ Con l’espressa limitazione dell’art. 88, primo comma, ultimo periodo CCII.

³⁷ Con logici benefici in termini di incremento di probabilità di riuscita della procedura. Come condivisibilmente indicato da M. Fabiani, *L’avvio del codice della crisi*, in *Diritto dell’acrisi.it*, 5 maggio 2022, “*Il cambiamento delle regole muove da un postulato [ndr. insito nella Direttiva], quello per cui una ristrutturazione è più probabile che abbia successo se qualcosa del ricavato resta nell’impresa e, se si tratta di società, entra nella disponibilità dei soci; una riserva di risorse da assegnare ai soci potrebbe costituire un incentivo per una più efficiente ristrutturazione. Per condividere la postulazione sarebbe necessaria una verifica empirica, ma diamo per assunto che le cose stiano proprio così*”. Si veda altresì M. Spiotta, “*Utilità solidale*” nel *Codice della crisi: un ossimoro solo apparente*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 3/2023, p. 77 ed A. Nigro, *op. cit.* secondo cui “*un legislatore accorto, quando si trovi ad intervenire in materia di diritto societario della crisi, dovrebbe preoccuparsi, fra le altre cose, anche e proprio di evitare che la previsione o la prospettiva di soluzioni “espropriative” o “penalizzanti” per i soci, nell’ipotesi di crisi della società*,

In tale contesto, risulta doveroso ricordare che l'esplicita premessa della norma di cui all'art. 120-*quater* CCII “*se il piano prevede che il valore risultante dalla ristrutturazione sia riservato anche ai soci anteriori alla presentazione della domanda*” implica l'esistenza di un documento che deve necessariamente prevedere i tempi e le modalità necessarie per l'esecuzione della proposta (si ribadisce, di quegli specifici piano, manovra e proposta oggetto della domanda), generalmente in un orizzonte temporale dai tre ai cinque anni³⁸, salvo maggiore estensione da giustificarsi, anche per via dell'alea inevitabilmente correlata all'eventuale ulteriore allungamento delle previsioni. Risulta di tutta logica ed evidenza che, nell'ambito dell'orizzonte di previsione esplicita dei risultati del piano, i flussi finanziari derivanti dall'esecuzione del concordato dovranno, oltreché garantire la continuità aziendale, essere prioritariamente³⁹ posti a servizio del rimborso dei debiti sociali secondo le indicazioni e le modalità della proposta, consentendo al contempo il mantenimento di un congruo livello di liquidità in capo alla società al fine di poter correttamente far fronte ai propri impegni. Esulando dall'analisi in merito alla necessità (o meno) dell'indicazione del valore riservato ai soci all'interno del piano al fine dell'applicabilità della norma ed ipotizzando quindi la non necessità di tale presupposto, così come esulando dall'analisi della fattispecie di cui al primo periodo del primo comma dell'art. 120-*quater* CCII – in cui viene richiesta una valutazione di trattamento in termini relativi piuttosto che nei termini assoluti richiesti dal secondo periodo qui oggetto di analisi –, risulta ora necessario introdurre

possa inceppare la tranquilla utilizzazione di uno strumento fondamentale nello sviluppo dell'economia quali sono, e da tempo, appunto le società di capitali”.

³⁸ CNDCEC, FNC, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, 26 maggio 2022, p. 21.

³⁹ Si ricorda che l'art. 4, comma 2, lett. c) CCII, prevede che il debitore ha il dovere di “*gestire il patrimonio o l'impresa durante i procedimenti nell'interesse prioritario dei creditori*”. Sul tema si rimanda ad A. Maffei Alberti, *L'interesse dei creditori e la continuazione dell'attività nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: un'analisi trasversale*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 3/2023, p. 4.

una breve analisi in merito alla concreta possibilità di applicazione della norma.

3. Gli evidenti disallineamenti temporali previsti dalla norma ed il conseguente elevato grado di incertezza operativa

È altresì doveroso premettere che la valutazione rappresenta un giudizio ragionato e motivato fondato su stime, non rappresentando in ogni caso il risultato di un mero calcolo matematico, non esistendo – in quanto non oggettivamente determinabile – un valore “giusto” o “vero” di un bene. Inoltre, ogni valore è sempre una quantità approssimata e non esatta e, poiché la valutazione è per sua natura prospettica, l’evidenza ex post che le previsioni non si siano realizzate non è di per sé indice di cattiva qualità della valutazione⁴⁰.

Come noto, la data di redazione del piano e di conseguente deposito della domanda per l’omologazione del concordato, sui cui dati ed assunti dovrà essere effettuato il calcolo richiesto dalla norma, risultano necessariamente cronologicamente precedenti (i) sia rispetto alla data di apertura della procedura, evento comunque non indubbiamente in quanto sottoposto ad un primo controllo da parte del Tribunale⁴¹ a seguito di parere rilasciato da parte del Commissario Giudiziale ai sensi dell’art. 47 CCII, sia (ii) rispetto alla (successiva) data di votazione dei creditori, preceduta dalla relazione del Commissario Giudiziale ai sensi dell’art. 105 CCII, da cui il relativo (ancora una volta incerto) esito comporterà il controllo richiesto dall’art. 120-*quater* CCII, sia (iii) rispetto alla (ancora successiva ed ancor maggiormente incerta) data di omologazione del concordato (o meglio, la data di riferimento della valutazione), oggetto di

⁴⁰ Per la definizione di valutazione qui riportata si rimanda a Organismo Italiano di Valutazione, *PIV Principi Italiani di Valutazione 2015*, Milano, luglio 2015, paragrafo I.1.1 e relativo *Commento*.

⁴¹ In termini di ritualità della proposta e di idoneità del piano alla soddisfazione dei creditori, come proposta dal debitore, e alla conservazione dei valori aziendali.

verifica da parte del Tribunale ai sensi dell'art. 112 CCII⁴² ed in ogni caso opponibile da parte dei creditori e di “qualsiasi interessato” ai sensi dell'art. 48 CCII.

Risulta chiaro come il susseguirsi di fasi sopra riportate, caratterizzate in ogni caso – oltreché da un forte grado di incertezza in termini di relativo esito – dalla presenza di un non trascurabile intervallo temporale intercorrente tra le medesime⁴³ (nel corso del quale potrebbero financo registrarsi scostamenti economico finanziari ovvero industriali tali da comportare la necessità di revisionare il piano di concordato e la relativa proposta⁴⁴, si ricorda i documenti contenenti gli specifici dati ed assunzioni su cui si deve poi fondare il vaglio di conformità richiesto dalla norma qui analizzata) comporta una prima seria difficoltà, ovverosia la stima dei parametri da impiegare al fine della valutazione.

Secondo OIV, *Principi Italiani di Valutazione*, 2015, Paragrafo I.8.1, “*La data di riferimento della valutazione [n.d.r., nel caso in esame, di futura omologazione del concordato] definisce il momento temporale al quale è riferita la stima. Assume rilievo perché la valutazione deve riflettere i fatti e le circostanze riferibili a quella specifica data, che talora possono modificarsi anche significativamente in un intervallo di tempo molto ristretto. La data di riferimento della valutazione definisce anche i dati disponibili per la stima*”⁴⁵.

⁴² Sul punto si richiama S. Leuzzi, *L'omologazione del concordato preventivo in continuità*, in *Dirittodellacrisi.it*, 16 febbraio 2023.

⁴³ Si richiama Banca d'Italia, *Le caratteristiche e la durata dei fallimenti e dei concordati preventivi, Occasional Paper n. 786*, luglio 2023, paragrafo 4.2.”*La durata della macro-fase giudiziale*”, per quanto oggetto della relativa analisi (a cui si rimanda), secondo cui “*La durata media del procedimento è di 526 giorni (un anno e cinque mesi) mentre la mediana è di 469 giorni (un anno e tre mesi). L'ammissione del concordato richiede in media 206 giorni (mediana 198 giorni), l'approvazione da parte dei creditori richiede in media 234 giorni (mediana 203 giorni), mentre l'omologazione richiede 86 giorni in media (mediana 68 giorni)*”.

⁴⁴ Circostanza attualmente maggiormente accentuata incertezza derivante dal volatile contesto marcoeconomico e geopolitico.

⁴⁵ Ai sensi del Commento del richiamato principio di valutazione, “*La data di riferimento della valutazione è diversa dalla data di redazione del rapporto di*

Esulando da tecnicismi valutativi risulta ovvio come la stima richiesta dalla norma, riferita ad una data futura rispetto a quella del piano di concordato, risulti necessariamente aleatoria e difficile da eseguirsi con obiettività, almeno sino alla data di riferimento (ovverosia di omologazione) della valutazione, sostanziandosi l'omologazione, nel caso analizzato, condizione necessaria alla verifica del relativo presupposto, tramite la quantificazione del valore riservato ai soci in caso di dissenso della c.d. “infima” classe.

Sebbene il piano di concordato debba essere attestato ai sensi dell’art. 84, terzo comma CCII da parte di un professionista indipendente in merito alla relativa fattibilità, alla circostanza per cui il medesimo risulta atto a impedire o superare l’insolvenza del debitore, a garantire la sostenibilità economica dell’impresa e a riconoscere a ciascun creditore un trattamento non deteriore rispetto a quello che riceverebbe in caso di liquidazione giudiziale e che tale relazione, congiuntamente rispetto a quella della veridicità dei dati aziendali, debba essere depositata unitamente alla domanda di concordato, tale “conforto” non può risultare sufficiente a dirimere ogni dubbio circa la sicurezza nella relativa esecuzione, in ogni caso esposta ad evidenti e fisiologici rischi⁴⁶. Come sopra anticipato, infatti, dalla data di presentazione della domanda di concordato (cronologicamente termine ultimo per la predisposizione dell’attestazione del professionista indipendente) sino

valutazione. La data di redazione del rapporto di valutazione è sempre successiva alla data di riferimento valutazione, poiché il processo di stima richiede tempo per essere svolto”.

⁴⁶ Con riferimento a tale aspetto ed all’opportunità di correzione normativa, si rimanda a S. Ambrosini, *Qualche riflessione intorno al redigendo decreto correttivo: appunti in ordine sparso*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 2024, secondo cui “*La lacuna più vistosa nella vigente disciplina sul concordato preventivo deriva dal fatto che il legislatore del 2022 non ha affrontato il nodo, pur rilevante (anche) dal punto di vista applicativo, delle eventuali modifiche (della proposta e) del piano di concordato in continuità nell’ipotesi in cui si renda necessario farvi luogo successivamente all’omologazione. Questa possibilità, coerente con l’intento di evitare, per quanto possibile, conversioni in liquidazioni giudiziali inutili (ove non dannose) per i creditori*”.

all’omologazione intercorrono delle fasi consequenziali il cui esito non può – e non deve, tenuto conto del primario interesse dei creditori nell’ambito della procedura – essere scontato, così come non può essere – ancor più logicamente – data per scontata la regolare ed integrale esecuzione della proposta una volta avvenuta l’omologazione⁴⁷, oltretutto il conseguente superamento dello stato di crisi ovvero di insolvenza in cui l’imprenditore si trova.

Stimare all’inizio di tutto l’iter procedimentale (composto dalle macrofasi sopra descritte⁴⁸) il valore “potenzialmente”

⁴⁷ Seppure dottrina (R. Ranalli, *op.cit.*) abbia avuto modo di rilevare che “*Nel momento però in cui il piano è già stato oggetto di attestazione e dunque la sua fattibilità è già stata acclarata, il rischio ad essa associato è tendenzialmente addirittura inferiore a quello ordinario di mercato. Il che impedisce di assumere premi integrativi per il rischio (ad esempio per l’execution risk o per lo stato di crisi dell’impresa) ed anzi comporterebbe uno sconto rispetto al rischio di mercato*”, occorre altresì considerare che altri (Banca d’Italia, *Le caratteristiche e la durata dei fallimenti e dei concordati preventivi, Occasional Paper* n. 786, luglio 2023), per quanto oggetto della relativa analisi (a cui si rimanda), hanno rilevato che “*Riguardo ai concordati preventivi, solamente il 20 per cento delle domande giunge all’omologazione e in circa il 20 per cento di questi casi la procedura si conclude con un fallimento*”. Al riguardo, S. Leuzzi, seconda *op. cit.*, opportunamente osserva che “*Legittima, attestabile, quindi omologabile diviene la mera chance, che pur soggetta ad un folto numero di variabili, alimenta un piano che ictu oculi non è inverosimile o del tutto velleitaria dal punto di vista dei mezzi impiegati e dei numeri esposti. L’impresa forse è più morta che viva, eppure conserva tecnicamente una speranza e – come taluno ha osservato a suo tempo – “non ha senso sopprimere il malato solo perché non si sa se guarirà”* [richiamo a L. Stanghellini, *La legislazione d’emergenza in materia di crisi d’impresa*, in *Riv. Soc.*, 2020]. *Non si stacca la spina, la terapia prosegue ad oltranza. [...] Il debitore è consegnatario della prerogativa di stabilire il grado e l’intensità dell’alea connessa al piano, distribuendola fra i creditori; questi ultimi sono assegnatari della facoltà di interrogarsi fino in fondo su potenzialità e insidie del concordato, votando negativamente o insorgendo con i rimedi previsti dal CCII. La previsione presenta margini di opinabilità e possibilità di errore. [...] La fattibilità presuppone analisi di mercato che in quanto proiettate nel futuro sono sempre soggettive e controvertibili. Il sindacato sulla manifesta inattitudine va esercitato con estrema prudenza stigmatizzando le sole situazioni nel cui quadro l’irrealizzabilità del piano dipenda da fattori certi e non opinabili. Le valutazioni predittive vanno rimesse alle determinazioni dei soggetti economici*”.

⁴⁸ Deposito della domanda di concordato, apertura della procedura, votazione ed omologazione.

rinvenibile in capo ai soci ad esito della conclusione del medesimo risulta pertanto difficile, potendo tale sforzo valutativo essere – più logicamente – richiesto ad esito dell'avveramento delle condizioni necessarie ai fini della relativa obiettiva quantificazione.

Posto quanto sopra, risulterebbe quindi defaticante e sicuramente maggiormente obiettivo “posticipare” la verifica di cui all’art. 120-*quater* CCII ad esito dell’omologazione del concordato, in particolare tramite il diritto degli interessati ad opporsi alla medesima ed ottimizzando, quindi, l’andamento e la stabilità della procedura tramite la possibilità di addivenire ad un’obiettiva – e maggiormente comunemente condivisibile – quantificazione del valore riservato ai soci⁴⁹.

⁴⁹ Consentendo eventualmente ai medesimi la possibilità di apportare ulteriori risorse sino a sterilizzare l’applicabilità della norma. Come meglio precedentemente esposto, infatti, il calcolo del valore riservato ai soci non rappresenta la mera applicazione di un’oggettiva formula matematica, comportando conseguentemente ampi margini di soggettività nel calcolo e variabilità nei valori quantificabili, così come il potenziale e paradossale risultato per cui due differenti stimatori indipendenti possano addivenire a risultati diametralmente opposti (uno comportante l’applicabilità della norma mentre l’altro il riscontro della mancanza dei relativi presupposti). Sul tema si richiama Trib. Verona, Seconda sezione civile, 21 luglio 2023, secondo cui “*La mancata distribuzione a favore dei creditori del vantaggio economico conseguente alla ristrutturazione (per effetto della falcidia) implica, quindi, il rischio che in caso di dissenso anche di una sola classe il concordato non possa essere omologato, senza che a quel punto alla debitrice possa essere consentito porre rimedio, atteso che – ai sensi dell’art. 90, c. 8 CCII – la proposta può essere modificata solo prima dell’inizio delle votazioni*”. Inoltre, sebbene autorevole dottrina (M. Fabiani e A. Guiotto, *op. cit.*) ha avuto modo di indicare che “*è necessario che la proposta finale ai creditori specifichi quale sia il valore attribuito ai soci. [...] Considerata la complessità della valutazione e gli elementi di inevitabile soggettività che lo caratterizzano, è senz’altro opportuno che tale stima di valore sia affidata a un professionista terzo, dotato di adeguata competenza e indipendenza*”, si deve notare che la stima in oggetto, rilevando unicamente in caso di eventuale dissenso di almeno una classe di creditori (comunque in possesso delle informazioni necessarie ad effettuare le proprie valutazioni prima del voto), potrebbe rappresentare un mero (ed elevato, stante la relativa complessità) costo a loro primario diretto scapito.

4. La valutazione ipoteticamente impiegabile

Ferma la definizione di valutazione sopra riportata ed esulando dall'effettiva ed obiettiva possibilità di stima del valore ai sensi della norma, dal punto di vista delle metodiche valutative impiegabili, risulta logico che il valore riservato ai soci⁵⁰ debba corrispondere al valore attuale atteso⁵¹ dei flussi finanziari disponibili per i medesimi (i c.d. *free cash flow to equity*, quindi netti dei rimborsi dei debiti previsti nella proposta) risultanti dal piano di concordato, tenuto conto di un opportuno *terminal value*⁵² ed al netto del valore attuale dei rimborsi della quota parte dei debiti “debordanti” rispetto all’orizzonte esplicito di piano, così come dei diritti patrimoniali attualizzati di eventuali titolari di strumenti di *quasi-equity* antergati ai soci e dei titolari di diritti di pegno sulle partecipazioni, in ogni caso dedotto il valore da essi eventualmente apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto. Come previsto dall’art. 87, primo comma lett. i) CCII, il piano deve contenere “*le iniziative da adottare qualora si verifichi uno scostamento dagli obiettivi pianificati*”, rendendosi opportuno prevedere altresì delle analisi di sensitività⁵³ da ponderarsi, in termini di

⁵⁰ In ogni caso, nelle procedure basate sulla continuità diretta, rappresentato da una grandezza economica di segno maggiore o uguale a zero (ante decurtazione degli eventuali apporti dei soci).

⁵¹ Inteso in senso tecnico come media ponderata dei valori possibili, cioè il valor medio della distribuzione di probabilità costruita su tutti i possibili valori assunti dal flusso di cassa.

⁵² In senso conforme sulla metodica valutativa, seppur con le sostanziali differenti assunzioni nell’analisi fondamentale esposte nel presente elaborato, R. Ranalli, *op. cit.*. Per quanto concerne le metodiche valutative impiegabili, A. Guiotto, *op. cit.* e M. Fabiani e A. Guiotto, *op. cit.*, ritengono invece non possibile né utile, *a priori*, individuare un metodo valutativo universalmente riconosciuto come adeguato alla determinazione del valore risultante dalla ristrutturazione.

⁵³ CNDCEC, FNC, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, 26 maggio 2022, p. 46, sottolinea che “*Ogni valutazione prognostica è intrinsecamente connotata da un proprio grado di rischio di avveramento. È opportuno perciò che le previsioni ipotetiche siano sottoposte ad analisi di sensitività. Le analisi di sensitività presuppongono l’individuazione e la misurazione dei fattori di rischio ai quali sono soggetti l’impresa e il Piano. Tale*

probabilità di accadimento, in sede di valutazione. Inoltre, proprio in considerazione del fatto che il valore atteso dei flussi finanziari per i soci è calcolato tramite una ponderazione dei risultati di scenario, risulta necessaria l'individuazione di un tasso di attualizzazione dei flussi finanziari attesi disponibili per gli stessi, normalmente tramite il modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), che tenga conto del rischio sistematico oltreché della condizione di dissesto dell'azienda⁵⁴, senza applicazione separata di premi integrativi per il rischio⁵⁵. Per quanto concerne la stima del tasso di interesse applicabile, ancora una volta, il disallineamento temporale intercorrente tra la data di deposito della domanda di concordato e la data di (auspicata) omologazione del medesimo comporta l'impossibilità di addivenire (ora per un momento futuro) alla corretta quantificazione del dato, se non tramite l'utilizzo di indici previsionali⁵⁶ influenzati da elevati gradi di variabilità nel tempo⁵⁷, oltreché da giudizi soggettivi nel relativo impiego.

Ipotizzando ora l'avvenuta omologazione del concordato, è ragionevole ritenere che dal punto di vista dei creditori, seppur

individuazione si pone a valle di una argomentata valutazione della situazione aziendale e del contesto in cui opera l'azienda. I rischi inerenti devono essere assunti in termini di rischio residuo dopo le azioni di mitigazione che il Management potrà al bisogno attivare”.

⁵⁴ In termini di maggior rischio, da esprimersi sul coefficiente β , rispetto al valore medio di aziende comparabili non oggetto di processi di ristrutturazione.

⁵⁵ Differente il caso in cui nel modello valutativo si impiegassero i valori stimati (ovvero basati su un ventaglio di ipotesi più limitato, cioè trascurando alcuni dei valori possibili) dei flussi di cassa disponibili per i soci, casistica in cui l'applicazione di premi integrativi per il rischio nella costruzione del tasso sarebbe necessaria.

⁵⁶ Futures e proiezioni macroeconomiche derivanti da autorevoli banche dati di settore ovvero da organismi nazionali e sovranazionali.

⁵⁷ Seppure autorevole dottrina (M. Fabiani e A. Guiotto, *op.cit.*) abbia avuto modo di rilevare che la rappresentazione ai creditori del valore attribuito ai soci debba avvenire sin dalla presentazione della proposta e comunque prima del voto, occorre considerare che, stante quanto precedentemente rappresentato, le risultanze della stima illustrate entro tali termini, antecedenti rispetto al presupposto della valutazione (l'omologazione), risultano soggette ad ampi margini di variabilità sino a tale momento.

in misura differente rispetto alle singole classi, la mancata integrale esecuzione del concordato potrebbe comunque comportare delle utilità economiche in capo ai medesimi in termini di rimborsi parziali in esecuzione della proposta mentre, per i soci, come precedentemente anticipato aventi un orizzonte temporale di *recovery* maggiormente esteso, l'utilità economica derivante dalla mancata integrale esecuzione del concordato (sulla base dello specifico piano e della specifica proposta compresi nella domanda) si sostanzia in un valore pari a zero. Eventuali modifiche ovvero integrazioni del piano di concordato e della proposta da porsi in essere nel corso della relativa esecuzione (sia in termini positivi sia in termini negativi), qualora non previste nel piano, non potranno infatti essere impiegabili nell'ambito della quantificazione del valore riservato ai soci ai fini dell'“originaria” domanda – in quanto non contemplate nel documento, nelle assunzioni e nei dati impiegati ai fini della relativa stima – ma saranno utilizzabili in sede di potenziali valutazioni successive e “slegate”, in quanto non più inerenti, rispetto alla prima.

Quanto sopra indicato, tenuto in ogni caso conto degli eventuali benefici patrimoniali ed economici registrati dalla società per effetto dell'omologazione del concordato oltreché delle previsioni e della proposta contenute nel piano di concordato, comporta per i soci il seguente esito bivariato, da ponderarsi in funzione di parametri da identificarsi sulla base di evidenze empiriche⁵⁸, in termini di valore ad essi riservato conseguentemente all'omologazione della proposta:

- a. zero, tenuto conto (in decremento) dei diritti patrimoniali attualizzati di eventuali titolari di strumenti di *quasi-equity* antergati ai soci e dei titolari di diritti di pegno ovvero altri diritti reali di godimento sulle partecipazioni ed al netto del valore da

⁵⁸ Per quanto concerne lo scenario “zero”, si rimanda al contributo di Banca d’Italia richiamato in nota 47.

essi eventualmente apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto⁵⁹;

b. valore attuale atteso dei flussi finanziari disponibili per i medesimi, tenuto conto (in decremento) dei diritti patrimoniali attualizzati di eventuali titolari di strumenti di *quasi-equity* antergati ai soci e dei titolari di diritti di pegno ovvero altri diritto reali di godimento sulle partecipazioni ed al netto del valore da essi eventualmente apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto.

Risulta quindi chiaro come il valore riservato ai soci rappresenti una grandezza oggetto di numerose variabili difficilmente stimabili con obiettività, se non una volta realizzato il presupposto del relativo calcolo, ovverosia l'omologazione del concordato (in ogni caso tenuto conto dell'elevato grado di incertezza caratterizzante la relativa esecuzione, sicuramente da considerarsi al fine della stima)⁶⁰.

5. Conclusioni

Nel concludere, le novità introdotte dall'art. 120-*quater* CCII, nella parte in cui la norma detta regole in merito alla possibilità, al verificarsi di determinati requisiti altresì limitativi nel relativo *quantum*, di prevedere utilità in capo ai soci anteriori alla

⁵⁹ Si condivide l'interpretazione di M. Fabiani e A. Guiotto, *op.cit.*, secondo cui “Più incerta è, invece, la possibilità di dedurre i conferimenti e i versamenti a fondo perduto effettuati anteriormente alla domanda di concordato. Sebbene la norma non preveda un criterio temporale per gli apporti dei soci, appare evidente come conferimenti e finanziamenti a fondo perduto effettuati molto tempo prima della presentazione del ricorso ex art. 40 potrebbero avere un debole legame funzionale, o non averlo affatto, con la ristrutturazione in corso”. Ad avviso di chi scrive, potrebbero invece qualificarsi apporti “rilevanti” ai sensi della norma eventuali rinunce ai compensi da parte di soggetti ricoprenti sia la veste di soci sia di amministratori “operativi”, risultando la mancata remunerazione – per tale ultima carica ed attività – un contributo “indiretto” del socio antecedente ai flussi della continuità.

⁶⁰ Inoltre, nonostante la corretta impiegabilità dei flussi prospettici, ad esito dell'omologazione, la determinazione dei parametri di valutazione (in particolare in termini di tassi applicabili) rimarrà in ogni caso sottoposta al giudizio soggettivo del valutatore.

domanda, devono sicuramente essere accolte con indiscutibile favore.

Tuttavia, come sopra indicato, le modalità e – soprattutto – la data di riferimento inerenti la stima economico/finanziaria di tali utilità per i soci, stante l'attuale formulazione della norma, comportano notevoli difficoltà di eseguirne un'obiettiva e credibile applicazione in termini di quantificazione, tenuto in ogni caso conto del fatto che la valutazione, non essendo rappresentata da un mero calcolo matematico da effettuarsi sulla base di dati ed assunzioni incontrovertibili, risulta influenzata dai giudizi soggettivi di chi la pone in essere.

Oltre alle notevoli difficoltà inerenti alla corretta stima del valore atteso dei flussi finanziari disponibili per i soci (in termini di ponderazione degli scenari prevedibili) e dei tassi di attualizzazione da impiegarsi nel modello valutativo (tenuto conto della forte incertezza relativa all'omologazione ma soprattutto all'esecuzione del concordato) nell'ambito della nota aleatorietà e soggettività del conseguente giudizio a cui potrebbero addivenire diversi valutatori, il lasso temporale intercorrente tra la data di esecuzione del calcolo e la data di riferimento del medesimo crea ulteriori notevoli distorsioni ed aggiunge ulteriori profili di variabilità delle grandezze in gioco, attualmente necessariamente da riflettersi in un maggiore rischio.

Il condivisibile e pragmatico intento del Legislatore di anticipare determinate valutazioni in termini di ammissibilità della proposta, nel caso di specie, risulta tuttavia contrastante rispetto alla concreta possibilità di eseguire le medesime, comportando una verosimile necessità di revisione normativa.