



UNICA

UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI CAGLIARI



Università di Cagliari

UNICA IRIS Institutional Research Information System

This is the Author's [*accepted*] manuscript version of the following contribution:

Il "surplus" concordatario: profili valutativi, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2023, 659 ss.

The publisher's version is available at:

<https://www.nuovodirittodellesocieta.it/HomePage>

When citing, please refer to the published version.

This full text was downloaded from UNICA IRIS <https://iris.unica.it/>

Il “surplus” concordatario: profili valutativi
The “surplus” in the arrangement with creditors: evaluation profiles

LUCA TRONCI*

ABSTRACT

Il lavoro esamina la disciplina delle regole distributive che governano la soddisfazione dei creditori nell’ambito del concordato preventivo, soffermandosi sulle novità introdotte dal codice della crisi e dell’insolvenza (C.C.I.I.), che introduce nel nostro ordinamento una forma di *relative priority rule* applicabile al solo concordato con continuità aziendale. In particolare, ci si interroga sul significato da attribuire all’espressione «valore eccedente quello di liquidazione» contenuta nell’ambito dell’art. 84, sesto comma, C.C.I.I.

The paper analyzes the discipline of the distribution rules governing the satisfaction of creditors in the context of an arrangement with creditors (“concordato preventivo”), focusing on the innovations introduced by the Code of Crisis and Insolvency (C.C.I.I.), which introduces in our legal system a form of relative priority rule applicable only to the arrangement with business continuity. In particular, the question arises as to the meaning to be attributed to the expression “value exceeding the liquidation value” contained in Article 84, paragraph 6, C.C.I.I.

Sommario:

1. Premesse. – 2. Le valutazioni. – 2.1. Le valutazioni nello scenario concorsuale. – 3. Il “valore eccedente quello di liquidazione” (art. 84 ccii). – 3.1. Il valore di liquidazione (giudiziale): la tesi della liquidazione statica o dinamica (art. 84, commi quinto e sesto, ccii). – 4. Il valore di liquidazione (un valore stimato?). – 4.1. (*Segue*) Il valore attivo complessivo ricavato dal piano (un valore stimato?) e il valore economico dell’impresa “ristrutturata”. – 5. Le utilità economicamente valutabili. – 6. La rendicontazione nel concordato in continuità. – 7. Conclusioni.

1. Premesse

L’entrata in vigore del codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza (CCII), riformato in attuazione della Direttiva (UE) 1023/2019 (*Preventive Restructuring Directive* o PRD), ha conferito

nuova linfa al dibattito scientifico¹ e giurisprudenziale² sui criteri distributivi negli strumenti di regolazione della crisi.

Invero, in vigenza della legge fallimentare (LF), il “macro” tema della distribuzione del valore ricavabile da un piano di ristrutturazione è stato declinato in svariati filoni di ricerca: (i) l’alternativa tra *absolute priority rule* (APR) o *relative priority rule* (RPR), laddove il dibattito nostrano fa da eco a quello sviluppatosi in ambito europeo e statunitense³, e che costituisce il filo conduttore anche delle successive sotto-categorie, (ii) i differenti orientamenti interpretativi sviluppatasi attorno all’art. 160, secondo comma, LF⁴, che ha aperto le porte alla falciida, in ambito concordatario, del creditore privilegiato, titolare sia di un privilegio speciale che generale⁵, (iii) le differenti tesi sul significato da attribuire all’espressione «migliore soddisfacimento dei creditori rispetto alle alternative

* Ricercatore in diritto commerciale presso l’Università degli Studi di Cagliari, nell’ambito del Progetto GRINS - *Growing Resilient INclusive and Sustainable*.

¹ Cfr. VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale. Absolute priority rule e new value exception*, in *Riv.dir.comm.*, 2014, II, 342 ss.; D’ATTORRE, *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Riv.dir.comm.*, 2014, I, 372 ss.; ID., *Ricchezza del risanamento imprenditoriale e sua destinazione*, in *Fallimento*, 2017, 105 ss.; DONATI, *Crisi d’impresa e diritto di proprietà. Dalla responsabilità patrimoniale all’assenza di pregiudizio*, in *Riv.soc.*, 2020, 164 ss.; BALLERINI, *Art. 160, comma 2°, l. fall. (art. 85 c.c.i.i.), surplus concordatario e soddisfazione dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *Nuove leggi civ.comm.*, 2021, 625 ss.; ID., *Le ricadute di diritto italiano della regola di non discriminazione nella Direttiva Restructuring*, in *Giur.comm.*, 2021, I, 967 ss.; ID., *La distribuzione del (plus)valore ricavabile dal piano di ristrutturazione nella Direttiva (UE) 2019/1023 e l’alternativa fra absolute priority rule e relative priority rule*, in *Riv.dir.comm.*, 2021, I, 367 ss.; D’ATTORRE, *Le regole di distribuzione del valore*, in *Fallimento*, 2022, 1223 ss.; 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; MACAGNO, *La distribuzione di valore tra regole di priorità assoluta e relativa. Il plusvalore da continuità*, in *Dirittodellacrisi.it*, 6 aprile 2022. Nell’ambito del presente lavoro non è preso in considerazione il dibattito sulle regole di distribuzione della finanza esterna (in dottrina, v. TERENGI, *“Finanza esterna”, ordine delle cause di prelazione e flussi di cassa nel concordato con continuità*, in *Fallimento*, 2019, 380 ss.), ormai risolto dalla giurisprudenza di legittimità (Cass., 8 giugno 2012, n. 9373) e dal legislatore del CCII (art. 84, comma quarto).

² Cass., 8 giugno 2012, n. 9373, in *Fallimento*, 2012, 1409, e in *Foro it.*, 2021, I, 2671, con nota di FABIANI; Cass., 27 dicembre 2019, n. 34539, in *Fallimento*, 2020, 1425; Cass., 8 giugno 2020, n. 10884, in *Fallimento*, 2020, 1071 ss., con nota di D’ATTORRE, *La distribuzione del patrimonio del debitore tra absolute priority rule e relative priority rule*, in *Fallimento*, 2020, 1072 ss.

³ Per una ricostruzione del problema in un’ottica comparata, con evidenza del differente significato attribuito all’espressione RPR in ambito europeo rispetto a quello attribuito negli Stati Uniti, v. BALLERINI, *The priorities dilemma in the EU preventive restructuring directive: Absolute or relative priority rule?*, in *International Insolvency Review*, 2021, 30, 7 ss.; ID., *Art. 160, comma 2°, l. fall. (art. 85 c.c.i.i.), op. cit.*, 626, nt. 4.

⁴ ROSSI, *Il migliore soddisfacimento dei creditori (quattro tesi)*, in *Fallimento*, 2017, 643 ss.; ID., *Art. 160, comma 2°, l. fall. (art. 85 c.c.i.i.), op. cit.*; per un utile impostazione anche operativa, v. RANALLI, *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2014, 1350 ss.

⁵ La norma è ora pacificamente applicabile tanto ai privilegi speciali, quanto a quelli generali, ma l’originaria formulazione (ad opera del legislatore del 2006) portava a ritenere che l’applicazione potesse essere limitata solo ai privilegi speciali; il d.lgs. 169/2007 ha modificato la disposizione, superando tali incertezze.

concretamente praticabili»⁶, (iv) la legittimità di proposte concordatarie con destinazione solo parziale dei beni ai creditori o, più precisamente, di proposte concordatarie in continuità che consentano al debitore (*rectius*, i soci della società debitrice) di trattenere parte dell'utile derivante dalla prosecuzione dell'attività d'impresa⁷.

Con l'attuazione della PRD è stata introdotta nel nostro ordinamento (art. 84, sesto comma, CCII) una forma di RPR (i) limitata ai concordati in continuità aziendale e che si caratterizza, sotto il profilo *soggettivo*, per (ii) rivolgersi a tutti i creditori diversi da quelli i cui crediti sono assistiti dal privilegio *ex art. 2751-bis*, n. 1, c.c. (i crediti di lavoro), e, sotto il profilo *oggettivo*, per (iii) un'applicazione limitata alla parte del «valore eccedente quello di liquidazione» che non sia qualificabile come «risorsa esterna» (art. 84, quarto comma, CCII⁸). In altri termini, mentre nel *concordato liquidatorio* continua ad applicarsi la regola della priorità assoluta, in base alla quale è preclusa la soddisfazione del creditore di grado successivo in mancanza di *integrale* soddisfazione di quello di grado precedente (salvo l'utilizzo di finanza esterna, sul cui utilizzo non vigono essenzialmente regole distributive, ma, piuttosto, una libertà di impiego per la soddisfazione dei creditori), nel *concordato in continuità aziendale* la APR si applica al solo «valore di liquidazione», mentre per il «valore eccedente quello di liquidazione» 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», fatta salva l'applicazione della regola di priorità assoluta per i lavoratori (art. 84, settimo comma, CCII) e quella di parità di trattamento dei creditori all'intero di ciascuna classe (art. 112, primo comma, lett. e).

Potrebbe dunque affermarsi che, una volta emerso lo stato di crisi, il creditore è titolare di un'aspettativa ad essere soddisfatto (almeno) nei limiti dei valori di liquidazione (giudiziale), analogamente a quanto accadrebbe in sede di esecuzione individuale.

Il lavoro intende indagare le regole di distribuzione del valore in ambito concordatario, limitandosi però a studiare cosa si intenda per «valore di liquidazione» e, dunque, quale sia il significato da attribuire all'espressione «valore eccedente quello di liquidazione» ai sensi dell'art. 84, sesto comma, CCII, tenuto conto che una corretta o scorretta determinazione di questi valori ha evidentemente conseguenze fondamentali sul buon esito del piano concordatario, anche sotto il profilo del giudizio di omologazione, rientrando questa valutazione nell'ambito della verifica di

⁶ ROSSI, *op. loc. cit.*; BALLERINI, *Art. 160, comma 2°, l. fall. (art. 85 c.c.i.i.)*, *op. loc. cit.*

⁷ D'ATTORRE, *Ricchezza del risanamento*, *op. cit.*, 1018; Sulla possibilità di attribuire risorse ai soci *ex art. 120-quater* CCII, v., per una prima ricostruzione, ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Società*, 2022, 948 ss.; BROGI, *I soci e gli strumenti di regolazione della crisi*, in *Fallimento*, 2022, 1290 ss.

⁸ Anche se la norma è dettata in materia di concordato con liquidazione del patrimonio, si ritiene che la stessa debba, a maggior ragione, applicarsi nell'ambito del concordato in continuità.

conformità della proposta alla legge, pur senza interessare profili concernenti il merito o la convenienza della proposta, il cui giudizio è rimesso ai creditori⁹.

2. Le valutazioni

La nozione di “valore” non è unica né univoca, com’è testimoniato dalla molteplicità di metodi utilizzati per addivenire alla stima del valore d’azienda; d’altronde, le scienze aziendalistiche sono solite individuare almeno cinque configurazioni di valore comuni a tutte le attività economiche¹⁰: (i) valore di mercato, (ii) valore d’investimento, (iii) valore negoziale equitativo, (iv) valore convenzionale, (v) valore di smobilizzo, a cui se ne aggiungono altre specificatamente riferite alla valutazione di azienda, come il (vi) valore intrinseco (o fondamentale, che corrisponde a quello che più comunemente viene identificato come “valore economico” dell’azienda), che esprime l’apprezzamento che qualsiasi operatore economico razionale sarebbe disponibile a riconoscere all’azienda, in funzione essenzialmente delle sue capacità reddituali¹¹.

A questo proposito, il legislatore del CCII dimostra consapevolezza, laddove distingue varie nozioni di valore: (i) al valore di mercato si riferiscono le norme di cui agli artt. 88, primo comma, e

⁹ «Il sindacato del giudice in ordine al requisito di fattibilità giuridica del concordato deve essere esercitato sotto il duplice aspetto del controllo di legalità sui singoli atti in cui si articola la procedura e della verifica della loro rispondenza alla causa del detto procedimento ..., mentre non può essere esteso ai profili concernenti il merito e la convenienza della proposta»: Cass., SS. UU., 23 gennaio 2013, n. 1521, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 333 ss., con nota di CENSONI, *I limiti del controllo giudiziale sulla “fattibilità” del concordato preventivo*, 343 ss.; *ibidem*, 2013, II; 621, con nota di CIERVO; *ibidem*, 2014, II; 443, con nota di ALESSI; in *Società*, 2013, 435 ss., con nota di DE SANTIS; in *Foro it.*, 2013, 1573 ss., con nota di FABIANI. Cfr. anche NARDECCHIA, *La fattibilità del concordato preventivo al vaglio delle Sezioni Unite*, in *Diritto fallimentare*, 2013, II, 185 ss.; PAGNI, *Del controllo del tribunale sulla proposta di concordato dopo la sentenza 23 gennaio 2013, n. 1521 (e sui rapporti tra concordato e fallimento)*, in *Corr. giur.*, 2013, 633 ss.; TERRANOVA, *La fattibilità del concordato*, in *Riv.dir.comm.*, 2013, I, 189; PANZANI, *I nuovi poteri autorizzatori del Tribunale e il sindacato di fattibilità nel concordato*, in *Società*, 2013, 573 ss.; NIGRO, *Proposta, piano, fattibilità del piano e «causa concreta» del concordato: gli «snodi» cruciali delle Sezioni Unite*, in *Giur.comm.*, 2014, I, 234 ss.; MONTALENTI, *La fattibilità del piano nel concordato preventivo, tra giurisprudenza della Suprema Corte e nuove clausole generali*, in questa *Rivista*, 2014, 3, 7 ss.; TERENGHI, *Verso un superamento della distinzione tra «fattibilità giuridica» e «fattibilità economica» nel concordato in continuità?*, in *Fallimento*, 2017, 929 ss.; SPIOTTA, *Fattibilità giuridica versus fattibilità economica – Il tramonto della distinzione tra fattibilità giuridica ed economica: un adeguamento anticipato alla prossima riforma?*, in *Giur. it.*, 2017, 1122 ss. Il CCII sembra peraltro aver abbandonato la distinzione tra «fattibilità economica» e «fattibilità giuridica» propria della decisione menzionata, salvo il richiamo alla «fattibilità economica» in materia di piano attestato di risanamento, contenuto nell’art. 56, terzo comma: in materia, mi permetto rinviare a TRONCI, *Il piano attestato di risanamento. Prospettive e problemi*, in *Diritto fallimentare*, 2021, 60 ss. In ambito concordatario, l’art. 112, c. 1, lett. g), CCII si preoccupa di precisare che il giudizio di fattibilità del piano da parte del tribunale è da intendersi come verifica di «non manifesta inattitudine a raggiungere gli obiettivi prefissati»; cfr. COSTA, *Il controllo di fattibilità del concordato preventivo tra vecchia disciplina e nuovo Codice della crisi e dell’insolvenza*, in *Diritto fallimentare*, 2020, 331 ss.

¹⁰ Per una definizione di ciascuna di esse, v. ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *Principi di valutazione*, I.6.2. ss., mentre per un approfondimento, anche con riferimento alle interazioni tra le varie categorie di valore, v., da ultimo, MASSARI, VILLANI, ZANETTI, *Valutazione*, Milano, 2022, 4 ss., spec. 8 ss.

¹¹ V. ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *op. cit.*, I.6.8.

100, ultimo comma, mentre al (ii) valore d'investimento e al valore intrinseco sembra riferirsi l'art. 120 *quater*, (iii) e il valore di smobilizzo è richiamato dall'art. 97, c. 12.

2.1. Le valutazioni nello scenario concorsuale

Pur prescindendo dalle varie nozioni e definizioni di “valore”, deve riconoscersi che il profilo valutativo nell'ambito dei percorsi di risanamento assume rilievo strategico e sistematico. D'altronde, la maggior parte delle questioni problematiche che gravitano attorno alla costruzione e alla fattibilità di un piano di risanamento sia esso liquidatorio o in continuità – indipendentemente dallo strumento di regolazione della crisi che viene scelto come contenitore giuridico che permette di attuare il risanamento – attengono infatti alle stime di valore contenute nello stesso che, come noto, si caratterizzano per un certo grado di discrezionalità¹².

Infatti, la quasi totalità dei valori tramite cui si “garantisce” la soddisfazione dei creditori concorsuali costituiscono oggetto di stima nell'ambito del piano di risanamento: nei piani liquidatori, gli *assets* da liquidare sono stimati al valore di presumibile realizzo e, analogamente, nei piani in continuità indiretta, il valore dell'azienda da cedere in funzionamento è oggetto di stima secondo i metodi aziendali che costituiscono le *best practices* per la valutazione delle aziende in crisi¹³, mentre in quelli in continuità diretta l'oggetto della stima sono i flussi di cassa attesi dalla continuità aziendale¹⁴. Il tema valutativo ha un'importanza tale da essere stato spesso attratto alla competenza del giudizio del Tribunale in ambito concordatario: a titolo esemplificativo, si consideri come il tema del valore dei beni ceduti ai creditori incida direttamente sul requisito (proprio dei concordati liquidatori) di soddisfazione dei crediti chirografari in misura almeno pari al venti per cento, con la conseguenza che si ritiene lo stesso rientri nella sfera di cognizione dell'organo giurisdizionale¹⁵.

Sotto altro profilo, nel contesto del CCII, assume rilievo centrale il valore dell'azienda ristrutturata, che dovrà costituire oggetto di stima, nell'ambito del piano e, dunque, di verifica

¹² «La valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime, non è mai il risultato di un mero calcolo matematico»: ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *op. cit.*, I.1.1. La “correttezza” della stima si valuta, piuttosto, sulla base della razionalità e coerenza del percorso argomentativo seguito dal valutatore, nonché tenuto conto della base informativa utilizzata.

¹³ Cfr. il documento emanato dal CONSIGLIO NAZIONALE DOTTORI COMMERCIALISTI E ESPERTI CONTABILI, *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*; BINI, *Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese*; in *La valutazione delle aziende*, 2019, 33 ss.; ID., *Principi e formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza*, *ivi*, 2020, 17 ss.

¹⁴ Sull'applicazione del metodo finanziario per la stima del capitale economico nell'ambito di piani di risanamento, v. SAVIOLI, in AA. VV., *Crisi e risanamento dell'impresa. Strumenti giuridici ed economico-aziendali*, a cura dello stesso A., Milano, 2019, 118.

¹⁵ Cass., 15 giugno 2020, n. 11522; Cass., 17 maggio 2021, n. 13224; Cass., 2 maggio 2022, n. 13817, tutte in *DeJure.it*. V. anche Trib. Bergamo, 24 novembre 2016, in *Ilfallimentarista.it*.

nell'ambito dell'attestazione, ogniqualvolta i soci anteriori alla presentazione della domanda beneficino del valore di ristrutturazione: anche in questo caso, la verifica della corretta determinazione del valore di liquidazione è attratta alla competenza del Tribunale in sede di omologazione, nell'ambito del controllo sul rispetto delle disposizioni contenute nell'ambito dell'art. 120-*quater*.

Dunque, pur prescindendo dalla stima quale presupposto delle vendite che avvengono in ambito concorsuale (cfr., tra gli altri, gli artt. 94, c. 5, 216, c. 1), ai fini che qui interessano rileva il *processo* di stima, elaborato nel piano di risanamento ed attestato dal professionista indipendente, dei *valori attesi* dall'esecuzione del piano di risanamento: in particolare, trattasi di quelle stime che nel concordato preventivo influenzano i presupposti di ammissibilità della proposta, ovvero le condizioni di omologazione del concordato¹⁶, costituendo dunque uno snodo fondamentale della procedura concorsuale¹⁷.

Tra queste, assume ora importanza fondamentale nei concordati in continuità la stima del «valore di liquidazione» e del «valore eccedente quello di liquidazione», tenuto conto che alla quantificazione degli stessi consegue l'applicazione di regole distributive diverse tali da differenziare *modalità e tempistiche* di soddisfazione di alcuni creditori e, sotto altro profilo, funzionali a garantire una maggiore probabilità di successo del percorso di risanamento in continuità, tramite una rinnovata flessibilità¹⁸ riconosciuta al debitore nella proposta da formulare ai creditori.

È, pertanto, ancora più evidente come le stime impattino direttamente su uno dei fattori chiave del diritto concorsuale, quello volto ad assicurare un'equa distribuzione del valore tra i creditori¹⁹.

3. Il «valore eccedente quello di liquidazione» (art. 84 ccii)

¹⁶ Sulle differenze tra revoca dell'ammissione al concordato e risoluzione del concordato preventivo omologato (per inadempimento), cfr. Cass., 4 settembre 2020, n. 19007, in *DeJure.it*.

¹⁷ Rientrano tra queste le stime effettuate per la «verifica del miglior soddisfacimento dei creditori» definita dall'art. 2, Direttiva (UE) 1023/2019, come «la verifica che stabilisce che nessun creditore dissenziente uscirà dal piano di ristrutturazione svantaggiato rispetto a come uscirebbe in caso di liquidazione se fosse applicato il normale grado di priorità di liquidazione a norma del diritto nazionale, sia essa una liquidazione per settori o una vendita dell'impresa in regime di continuità aziendale, oppure nel caso del migliore scenario alternativo possibile se il piano di ristrutturazione non fosse omologato». Per un punto di vista aziendalistico sul problema valutativo del giudizio di convenienza, nell'ambito del concordato in continuità, v. DANOVI, *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Milano, 2014, 136 ss.

¹⁸ La varietà delle soluzioni concordate alla crisi d'impresa è un obiettivo che il legislatore si pone da tempo, com'è testimoniato dall'art. 160, primo comma, lett. a), LF, che prevede la possibilità per l'imprenditore che opta per il concordato preventivo di ristrutturare i debiti attraverso «qualsiasi forma»: norma contenuta, ora, all'art. 87, c. 1, lett. d), CCII.

¹⁹ The «three key dimensions of insolvency law [are]: (i) the recovery of assets from the liquidated insolvency estate; (ii) the efficiency of procedures; and (iii) the predictable and fair distribution of recovered value among creditors»: così la Proposta di direttiva europea n. 408 in data 7.12.2022, volta all'armonizzazione di alcuni aspetti del diritto concorsuale, 9, 12.

Il «valore eccedente quello di liquidazione» ai sensi dell'art. 84 CCII può definirsi, in prima battuta, come il “surplus” che si ottiene dalla continuità aziendale rispetto all'alternativa liquidatoria: dalla lettura della norma appare pacifico che debba procedersi ad un *confronto* tra due differenti valori: *da una parte*, quello di *liquidazione* e, *dall'altra*, quello di *continuità*.

La definizione di cui sopra, apparentemente banale, comporta invero molteplici quesiti di non facile soluzione: (i) cosa si intenda per «valore di liquidazione» (§ 3.1.), (ii) quale sia l'altro termine da confrontare con il «valore di liquidazione», che consenta di quantificare il «valore eccedente quello di liquidazione» e sulla base di quale processo e/o metodo di stima deve essere determinato (§4.1.), (iii) se, in sede di esecuzione del piano concordatario, debba tenersi conto – laddove esistenti – dei valori consuntivi oppure se la soddisfazione dei creditori suddivisi in classi, in caso di attribuzione del «valore eccedente quello di liquidazione» in base alle regole di APR nei limiti consentiti dal CCII, è sempre ancorata ai valori stimati nel piano omologato (§4.1.), (iv) quale ruolo può attribuirsi alle «utilità economicamente valutabili» diverse dal danaro (o da altri mezzi di pagamento) nell'ambito della stima del “surplus” concordatario (§5).

Ritengo che il “surplus” concordatario *ex art. 84 CCII* presupponga senz'altro una *sottrazione* tra due valori stimati: di qui, la necessità di identificare preventivamente quali siano i due termini di confronto (da una parte, il «valore di liquidazione» e, dall'altra, quello di continuità) e, dunque, procedere alla stima dei due valori da confrontare per ottenere l'*eventuale* eccedenza distribuibile in base alla regola stabilita dall'art. 84, c. 6, e ribadita (nell'ambito della disciplina del giudizio di omologazione, in caso di approvazione non unanime delle classi) dall'art. 112, c. 2, lett. b). Pertanto, non appare senz'altro condivisibile la tesi che identifica il “surplus” da continuità come il «complessivo ammontare dei flussi di continuità»²⁰, in quanto una siffatta interpretazione priverebbe i creditori del diritto di essere soddisfatti in misura non inferiore a quella ricavabile dalla liquidazione dei beni del debitore²¹ e, inoltre, comporterebbe un'applicazione “forte” o, comunque, ad ampio raggio, della APR nei concordati in continuità aziendale, nell'ambito dei quali tutto il valore della continuità (anche se, per ipotesi, questo fosse pari a quello che si otterrebbe nell'ambito di una soluzione liquidatoria) potrebbe essere ripartito secondo le regole disposte dal sesto comma dell'art. 84, in evidente contraddizione rispetto alle intenzioni del legislatore.

²⁰ La tesi è affermata da AURICCHIO - COVINO - JEANTET - VALLINO, *Absolute e relative priority rule a confronto nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Il Fallimentarista*, 6 ottobre 2022, § 4, che escludono che il “surplus” possa essere inteso come «differenziale rispetto ai c.d. flussi *stand alone*».

²¹ È, infatti, «possibile rinvenire nell'ordinamento una serie di frammenti normativi che fissano la soglia minima di trattamento in corrispondenza del valore che ciascun creditore non aderente avrebbe ottenuto in base al prevedibile esito di un'ipotetica liquidazione giudiziale dell'impresa»: DONATI, *op. cit.*, 170.

3.1. Il valore di liquidazione (giudiziale): la tesi della liquidazione statica o dinamica (art. 84, commi quinto e sesto, ccii)

La determinazione del “surplus” da continuità (ai sensi dell’art. 84, c. 6) presuppone dunque la comparazione tra due differenti scenari, di cui uno ipotetico, quello della liquidazione, e l’altro, invece, che corrisponde ad una stima del risultato atteso dall’esecuzione del piano di risanamento in continuità che il debitore propone ai creditori, quest’ultimo destinato a trasformarsi in valori effettivi che, a consuntivo, potranno essere confrontati con quelli stimati, per una verifica degli scostamenti.

Un primo profilo problematico²² attiene, quindi, alla determinazione dei valori che attengono all’ipotetico scenario liquidatorio (quello che, in caso di successo del piano di risanamento, non verrà mai attuato).

In questo senso, mi pare che torni d’attualità, oltrech  utile, il dibattito sorto attorno all’interpretazione dell’art. 160, secondo comma, LF²³ (ora, art. 84, c. 5[^]), che, permettendo la falcidia concordataria del credito privilegiato, ancora il limite della falcidia al «ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione indicato nella relazione giurata di un professionista»²⁴. Nell’ambito di un confronto tra le due norme (art. 84, cc. 5[^] e 6[^]), ad una prima vista, sorprende che il legislatore non preveda, nell’ambito dell’art. 84, c. 6, CCII, al contrario di quanto previsto dall’art. 84, c. 5, CCII (che replica il contenuto dell’art. 160, c. 2, LF) un’attestazione specifica: tale circostanza sarebbe anomala sotto il profilo sistematico²⁵, considerato che ogniqualvolta il legislatore abbia concesso una deroga alla *par condicio creditorum*, pur lieve, questa prevede sempre l’esecuzione del c.d. “best interest of creditors test” e lo stesso costituisce oggetto di attestazione da parte di un professionista indipendente: la previsione dell’art. 84, c. 5, CCII,  , per esempio, replicata dall’art. 88, in materia di transazione fiscale. Un’analisi pi  attenta risolve, per , l’apparente mancanza di un’attestazione, alla luce della previsione contenuta all’ultimo comma dell’art. 87, che, in caso di concordato in continuit  aziendale, dispone che la “generale” attestazione sulla fattibilit  del piano contenga anche una “specificata” attestazione sulla idoneit  del piano a «riconoscere a ciascun creditore un trattamento non deteriore rispetto a quello che riceverebbe in caso di liquidazione giudiziale». Una lettura coordinata delle due

²² V. LAMANNA, *Il codice della crisi e dell’insolvenza dopo il secondo correttivo*, Milano, 2022, 472 ss., che evidenzia molteplici problemi applicativi della norma (art. 84, c. 6), e stima un limitatissimo ambito di applicazione concreta della stessa, soprattutto nei concordati con continuit  aziendale diretta.

²³ Cfr. la bibliografia citata alla nt. 4.

²⁴ La norma  , ora, contenuta all’art. 84, c. 5, CCII, che, per , non fa pi  riferimento n  al «ricavato», n  al «valore di mercato», limitandosi a richiamare il valore «realizzabile in caso di liquidazione dei beni».

²⁵ Sull’importanza sistematica dell’attestazione nel diritto concorsuale e societario, cfr. NIEDDU ARRICA, *Riorganizzazione societaria, risanamento dell’impresa e tutela dei creditori*, in *Riv. soc.*, 2012, 737 ss.

norme (artt. 84, c. 6, 87, c. 3) chiarisce che questa è l'attestazione sul "valore di liquidazione" cui è ancorata la soddisfazione minima inderogabile della generalità dei creditori (fatta eccezione per i titolari di crediti assistiti dal privilegio di cui all'articolo 2751-bis, n. 1, c.c.) nel concordato in continuità aziendale.

Ad ogni modo, traendo spunto da recente dottrina che si è occupata approfonditamente del tema²⁶, le tre tesi sul "valore di liquidazione" ex art. 160, c. 2, LF (art. 84, c. 5), possono essere così efficacemente riassunte: (i) la tesi «più rigida» che ammette la falcidia dei creditori privilegiati nei limiti del «valore dinamico» del bene oggetto della prelazione, comprendendo nella definizione di «valore dinamico» oltreché il valore di liquidazione, anche il "surplus" ottenuto nell'ambito del concordato²⁷; (ii) la tesi «intermedia» che ammette la falcidia dei creditori privilegiati fino al «valore statico» del bene oggetto della prelazione, ma che richiede che i creditori di rango *potiore* siano soddisfatti "meglio" dei titolari di pretese di rango inferiore o, quantomeno, "non peggio", con una conseguente limitata distribuibilità del "surplus" che, almeno in parte, dovrà necessariamente essere assegnato ai creditori privilegiati²⁸; (iii) la tesi «più liberale» che ammette la falcidia dei creditori privilegiati fino al «valore statico» del bene o patrimonio oggetto della prelazione, con libera distribuibilità del "surplus"²⁹.

Il problema si pone in maniera particolare o, meglio, è reso più evidente, nel caso del credito con privilegio generale, laddove il riferimento al «bene oggetto della prelazione» deve essere inteso come riferito al *patrimonio* «oggetto della prelazione», con la conseguenza che il privilegio generale sarebbe esteso (secondo la tesi «più rigida») a tutti i flussi di cassa stimati dalla continuità aziendale³⁰, rendendo di fatto inattuabile qualunque piano concordatario che non consenta la soddisfazione integrale dei crediti privilegiati.

L'adesione alla tesi «più rigida», sostenuta dalla giurisprudenza di legittimità³¹ e molto efficacemente argomentata (anche) sulla base della «correlazione fra i concetti di "creazione del surplus" e "partecipazione al rischio del piano"»³², trova ora conferma nell'interpretazione che deve essere data al nuovo testo normativo.

²⁶ BALLERINI, *Art. 160, comma 2°, l. fall. (art. 85 c.c.i.i.)*, *op.cit.*, ma v. anche MACAGNO, *op.cit.*

²⁷ In questo senso, è allineata la giurisprudenza di legittimità: v. Cass., 8 giugno 2020, n. 10884, in *Fallimento*, 2020, 1071 ss.; Cass., 8 giugno 2012, n. 9373, che si concentra sull'apporto di nuova finanza nel concordato preventivo.

²⁸ Così, App. Torino, 14 ottobre 2010, in *Fallimento*, 2011, 349 ss.

²⁹ V. in questo senso, D'ATTORRE, *Ricchezza del risanamento*, *op. cit.*, 1018. In argomento, v. anche MANENTE, *Due provvedimenti sulla destinazione dei flussi finanziari nel concordato preventivo con continuità aziendale: Tesi e antitesi*, in *Diritto fallimentare*, 2020, II, 865 ss.

³⁰ In questo senso, Trib. Padova, 24 gennaio 2019, in *Diritto fallimentare*, 2020, II, 865 ss.

³¹ V. nt. 27.

³² BALLERINI, *Art. 160, comma 2°, l. fall. (art. 85 c.c.i.i.)*, *op.cit.*, 661-662, alla quale «pare ragionevole ritenere che ... dal momento che il creditore soddisfatto in forme diverse dal pagamento immediato ed in denaro partecipa al

Infatti, l'interpretazione coordinata delle norme di cui agli artt. 84, cc. 5^a e 6^a che ritengo corretta è quella per cui la tesi «più rigida», che impone la distribuzione anche del surplus concordatario (ovviamente riferito al bene o ai beni su cui è vantato il privilegio) ai creditori privilegiati, è la *regola generale*, stabilita dal quinto comma, che si rende applicabile al concordato liquidatorio, la quale è, invece, derogata, per il concordato in continuità aziendale, dal successivo sesto comma, che permette la distribuzione del surplus concordatario (riferito, in questo caso, non ai singoli beni, ma all'intero complesso aziendale) in deroga alle regole della *par condicio creditorum*, ma con un vincolo di uguale soddisfazione tra classi³³ dello stesso grado e migliore soddisfazione delle classi di grado superiore (con adesione da parte del legislatore a quella che, sopra, è stata identificata come tesi «intermedia»). In altri termini, la possibilità di assegnare una soddisfazione ai creditori chirografari in assenza di integrale pagamento dei creditori con privilegio generale, nel concordato liquidatorio è sostanzialmente preclusa, fatto salvo l'utilizzo della finanza esterna (cfr. art. 84, c. 4), in quanto il diritto di soddisfazione del creditore privilegiato è ancorato al «valore dinamico» di liquidazione del bene oggetto della prelazione; *diversamente*, nel concordato in continuità aziendale è possibile procedere alla falcidia del privilegio generale, pur in mancanza di finanza esterna, in quanto il diritto di soddisfazione del creditore privilegiato è limitato al «valore statico» di liquidazione dei beni oggetto della prelazione³⁴.

Pertanto, la norma contenuta al sesto comma dell'art. 84, sotto il profilo interpretativo, conduce ad un duplice risultato: (i) da un lato, permette di risolvere il dibattito sorto attorno all'interpretazione dell'art. 160, comma secondo, LF (art. 84, c. 5, CCII) nel senso di aderire alla tesi «più rigida», che

rischio sotteso al piano. È opportuno che egli debba godere di tutti i benefici (*stimati* e oggetto di attestazione) discendenti dallo stesso (fino ad esaurimento della sua pretesa, ovviamente) ... Alla luce di queste ragioni, sembra opportuno ritenere che, nell'ambito di un concordato con continuità diretta ove il patrimonio del debitore (o almeno le sue componenti principali) non viene liquidato, ma, anzi, impiegato ai fini di consentire la continuità aziendale, i creditori privilegiati abbiano in principio un diritto ad ottenere (anche in forme diverse dal pagamento immediato ed in denaro) tutto il valore di continuità ricavabile dal piano, fino a soddisfazione della loro pretesa. In altre parole, essi hanno diritto ad essere trattati come privilegiati (e non come chirografari degradati) per tutto il valore ricavabile dal piano fino a soddisfazione del loro credito. Se il diritto al surplus concordatario può essere letto anche in chiave di (diritto alla) partecipazione al rischio sotteso al piano, non vi è ragione per ripartire tale rischio in violazione dell'ordine delle priorità stabilite ex ante. Questo vuol dire che la falcidia di questi creditori (specialmente se con privilegio generale con collocazione sussidiaria sugli immobili) può legittimamente operare solo qualora il patrimonio del debitore calcolato al valore di continuità (c.d. patrimonio dinamico) non sia sufficiente a soddisfarli integralmente».

³³ È opportuno precisare che nel concordato in continuità aziendale la suddivisione dei creditori in classi è in ogni caso obbligatoria, ex art. 85, c. 3, CCII.

³⁴ Al limite, potrebbe porsi qualche dubbio sull'applicazione della regola di cui all'art. 84, c. 5, al concordato in continuità aziendale, limitatamente al valore ricavato dalla vendita dei beni oggetto in liquidazione; in altri termini, considerata la possibilità che nel concordato in continuità aziendale si proceda alla liquidazione di alcuni *assets*, potrebbe ragionarsi sulla possibilità che l'attivo ricavato dall'esecuzione di quella parte del piano concordatario (in continuità aziendale) che ha natura "liquidatoria" sia distribuita ai creditori in base alle regole dell'art. 84, c. 5, e dunque, con diritto ad ottenere il "valore dinamico" di liquidazione.

si rende applicabile a tutti i concordati liquidatori e che si rende anche coerente rispetto alle limitazioni imposte dal legislatore all'accesso ad una soluzione concordataria di questa natura; (ii) da un altro punto di vista, consente di rispondere al quesito sul significato da attribuire all'espressione «valore di liquidazione» ex art. 84, c. 6, che deve necessariamente essere inteso come riferito al «valore statico» di liquidazione, questa volta in un'ottica di favore del legislatore (anche europeo) alle soluzioni concordate in continuità.

Alla luce di questa ricostruzione, può affermarsi che il «valore di liquidazione» ex art. 84, c. 6, è il «valore di liquidazione *giudiziale*»³⁵: quindi, per quantificare il «valore eccedente quello di liquidazione» dovrà procedersi al raffronto tra la stima del valore attivo che sarebbe assicurato ai creditori in caso di apertura della liquidazione giudiziale³⁶ e quello ricavabile dall'esecuzione del concordato in continuità aziendale³⁷. La differenza tra questi due valori è il surplus del concordato in continuità, liberamente distribuibile, salvo il rispetto di quanto previsto dal sesto e settimo comma dell'art. 84³⁸. In questo senso, trova altresì giustificazione la previsione di cui all'art. 87, c. 1, lett. c), che chiede al debitore di indicare nella proposta di concordato il «valore di liquidazione del patrimonio, alla data della domanda di concordato, in ipotesi di *liquidazione giudiziale*», nonché quella prevista dall'art. 87, c. 3, che prevede l'attestazione sulla soddisfazione del creditore in misura non deteriore rispetto a quella che riceverebbe «in caso di apertura della *liquidazione giudiziale*».

4. Il valore di liquidazione (un valore stimato?)

³⁵ Sulla differenza tra «valore di liquidazione ordinaria» e «valore di liquidazione forzata», v. ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *op. cit.*, III.6.5.: «il valore di liquidazione ordinaria è una stima del valore lordo che tipicamente si potrebbe realizzare dalla vendita per liquidazione di un bene, avendo a disposizione un ragionevole periodo di tempo per trovare uno o più acquirenti, nelle condizioni e nel luogo in cui si trova [“as-is, where-is”]. Il valore di liquidazione forzata è una stima del valore lordo che tipicamente si potrebbe realizzare dalla vendita di un bene mediante asta pubblica adeguatamente pubblicizzata, in cui il venditore è costretto a vendere nell'immediato, nelle condizioni e nel luogo in cui il bene si trova».

³⁶ Nella stima del «valore di liquidazione giudiziale» dovrà ovviamente tenersi conto della possibilità di alienare, nell'ambito della liquidazione giudiziale, l'azienda, piuttosto che i singoli beni; ne consegue, per esempio, che il raffronto tra il «valore di liquidazione giudiziale» e quello di «continuità indiretta», potrebbe rivelarsi privo di alcun surplus, nel senso che i due valori potrebbero essere coincidenti. Cfr. G. D'ATTORRE, *Le regole di distribuzione*, *op. cit.*, 1230; A. ROSSI, *Il migliore soddisfacimento dei creditori*, *op. cit.*, 643 ss.; G. BALLERINI, *Art. 160, comma 2°, l. fall. (art. 85 c.c.i.i.)*, *op.cit.*, 627, nt. 10. Per questo motivo, il «valore di liquidazione», come inteso dalla norma commentata, non presuppone (almeno non necessariamente) la cessazione dell'attività d'impresa, come, invece, è previsto nel significato che le scienze aziendalistiche attribuiscono all'espressione «valore di liquidazione»: cfr., infatti, M. MASSARI, VILLANI, L. ZANETTI, *op. cit.*, 408-409.

³⁷ Sull'argomento, cfr. le approfondite riflessioni sul «principio dell'assenza di pregiudizio» di I. DONATI, *op. cit.*, 187 ss.

³⁸ Per una critica alla formulazione della norma, v. D. GALLETTI, *Regole di priorità e distribuzione del plusvalore concordatario: due passi indietro ed un'occasione importante perduta*, in *Ilfallimentarista.it*, 6 aprile 2022.

È ora opportuno indagare circa la *natura* dei valori che devono costituire oggetto di confronto al fine di determinare il surplus concordatario “liberamente” distribuibile e, in particolare, se trattasi di valori solo *stimati* nel piano concordatario oggetto di attestazione, oppure se, in sede di esecuzione del concordato omologato, si debba procedere al “ri-calcolo” e/o verifica dei valori indicati nel piano, al fine di quantificare l’effettivo ammontare del surplus che può essere distribuito (o, meglio, ripartito) senza il rispetto delle rigide regole della *par condicio*.

Il problema non si pone per il secondo termine della sottrazione (il «valore di liquidazione» ... giudiziale), in quanto questo valore – statico – è destinato a non essere mai confrontato con un dato reale: infatti, (i) nell’ipotesi fisiologica di omologazione ed esecuzione del concordato, lo scenario “liquidazione giudiziale” non si verifica, mentre (ii) nell’ipotesi patologica di apertura della liquidazione giudiziale, stante la mancata omologazione o risoluzione del concordato, viene meno ogni ragione di effettuare un confronto tra i valori realizzati in sede di procedura concorsuale e quelli stimati nel piano.

Sotto altro profilo il valore stimato potrà costituire oggetto di verifica e censura da parte del Tribunale in sede di giudizio di omologazione: infatti, la correttezza del processo di valutazione è presupposto essenziale per la verifica sulla conformità del piano di risanamento ai principi di legge. A questo proposito, devono però evidenziarsi i limiti introdotti dall’art. 112, quarto comma, che, prevedendo la stima del complesso aziendale solo nell’ipotesi di opposizione con eccezione sul difetto di convenienza della proposta, sembra implicitamente sancire (verosimilmente, per ragioni di economicità e speditezza della procedura) un generale divieto di procedere con consulenze estimative³⁹, al di fuori dell’ipotesi menzionata, in applicazione di quanto previsto dall’art. 14 PRD.

4.1. Il valore attivo complessivo ricavato dal piano (un valore stimato?) e il valore economico dell’impresa “ristrutturata”

Il problema della necessità di procedere ad un riscontro del valore “stimato” nel piano concordatario in occasione del riparto dell’attivo a favore dei creditori concorsuali si pone, invece, per il primo termine della sottrazione e, dunque, per la stima del risultato atteso dall’esecuzione del piano di risanamento in continuità che il debitore propone ai creditori.

Preliminarmente, si rende, però, opportuno approfondire ulteriormente in merito a cosa si intenda per “valore di continuità” (da contrapporre al “valore di liquidazione”) e quali siano le metodologie di stima che devono essere utilizzate per determinarlo. In particolare, l’oggetto della stima riterrei

³⁹ In questo senso, V. LAMANNA, *op. cit.*, 472.

debba essere l'attivo che si valuta di realizzare dall'esecuzione del piano concordatario, e debba dunque differenziarsi in base alla tipologia di concordato in continuità: (a) nel caso di concordato in continuità *diretta*, il "valore di continuità" è pari ai flussi di cassa attesi dalla continuità messi a servizio dei creditori nell'orizzonte temporale di riferimento⁴⁰, oltre al valore atteso dall'eventuale liquidazione di beni non strumentali, se prevista nel piano, mentre (b) in caso di concordato in continuità *indiretta*, il "valore di continuità" è pari al prezzo che si stima di ricavare dall'alienazione dell'azienda⁴¹ e dalla riscossione dei canoni⁴² dell'eventuale contratto di affitto di azienda (il c.d. affitto "ponte"), che spesso si rende necessario per garantire la continuità aziendale e, dunque, la conservazione dei plusvalori latenti, quali l'avviamento.

In ogni caso, trattasi di valori che, stimati e attestati nell'ambito della procedura concordataria, a posteriori, potrebbero differire rispetto ai valori effettivi, quantificati a consuntivo in sede di rendiconto relativo all'esecuzione del concordato (v. § 6), rendendo "variabile" l'ammontare del surplus liberamente distribuibile *ex art. 84, c. 6*. In questo scenario, si tratta di comprendere se, in sede di esecuzione del concordato, il riparto ai creditori possa essere eseguito tenendo conto dei valori stimati nel piano votato dai creditori (ignorando i valori di realizzo), oppure se il "surplus" debba essere ri-calcolato e, poi, distribuito, sulla base dei valori effettivamente realizzati⁴³ e, in quest'ultimo caso, entro quali limiti, tra l'altro, eventuali scostamenti tra i valori effettivi e quelli stimati possano costituire motivo di risoluzione del concordato per inadempimento⁴⁴.

⁴⁰ Nel caso della continuità *diretta*, il "valore di continuità" non può essere quantificato in base al valore economico dell'azienda in continuità, in quanto il «valore risultante dalla ristrutturazione» ben potrebbe essere riservato alla nuova compagine sociale che ha permesso la ristrutturazione, con l'apporto di nuove risorse finanziarie e/o "industriali", ovvero anche ai soci anteriori alla presentazione della domanda, *ex art. 120-quater*.

⁴¹ A questo proposito, potrà discutersi in merito a quale sia il criterio più adatto per la valutazione dell'azienda in crisi, tra i metodi di tipo finanziario, patrimoniale ovvero reddituale: in argomento, da ultimo, cfr. M. MASSARI, M. VILLANI, L. ZANETTI, *op. cit.*, 401 ss.

⁴² «Nel caso di affitto d'azienda deve considerarsi l'effettiva capacità di creazione dei flussi finanziari attesi nell'orizzonte interessato, senza considerare i benefici apportati dalla possibile gestione del terzo cessionario o affittuario. L'affitto di azienda deve essere valutato considerando le finalità conservative e di mantenimento dell'efficienza dei complessi aziendali, nonché dei costi di manutenzione ordinari e straordinari che il terzo potrebbe essere tenuto a sopportare o assumere a proprio carico»: CONSIGLIO NAZIONALE DOTTORI COMMERCIALISTI E ESPERTI CONTABILI, *op. cit.*, § 9.1.14, 50.

⁴³ G. LENER, *op. cit.*, 6, ritiene «irrilevanti ... eventuali differenze tra la stima e il valore riscontrato nel concreto ... sempre che non venga leso il canone del "miglior soddisfacimento" (nell'accezione della direttiva 1023)»; sembrerebbe aderire a questa tesi, con riferimento all'art. 160, c. 2, LF, anche G. BALLERINI, *Art. 160, comma 2°, l. fall. (art. 85 c.c.i.i.)*, *op.cit.*, 627, spec. nt. 9.

⁴⁴ Sui parametri per la valutazione della rilevanza dell'inadempimento nell'ambito del concordato preventivo, cfr., limitandosi alla giurisprudenza di legittimità più recente, Cass., 24 maggio 2017, n. 1109; Cass., 13 luglio 2018, n.18738; Cass., 31 luglio 2019, n. 20652, tutte in *DeJure.it*, che concordano nell'affermare che il concordato deve essere risolto nel caso si accerti che sia venuta meno la sua funzione di soddisfare i creditori, secondo le direttrici del piano approvato dai creditori e omologato dai creditori.

Ritengo che – fatta salva l’ipotesi del concordato con garanzia di pagamento di una percentuale minima ai creditori⁴⁵ – in sede di riparto debba senz’altro procedersi a quantificare l’ammontare effettivo del “surplus” concordatario realizzato (prescindendo, dunque, dai valori stimati nel piano) che potrà essere “liberamente” distribuito ai creditori in deroga alle regole più rigide della *par condicio creditorum*, ma in applicazione delle previsioni che saranno eventualmente contenute nel piano omologato. In altri termini, il piano dovrà contenere le *istruzioni* in base alle quali il debitore propone alle varie classi di creditori concorsuali di ripartire il “surplus” concordatario, con la possibilità di utilizzare la deroga concessa dall’art. 84, intendendosi per “surplus” la differenza tra il valore di liquidazione⁴⁶ stimato nel piano e quello di continuità, con la precisazione però che il «valore eccedente quello di liquidazione» (comunque stimato nel piano) dovrà essere necessariamente accertato a consuntivo sulla base dei valori effettivamente realizzati⁴⁷.

Laddove si ritenesse, invece, che il “surplus” concordatario debba essere quantificato in base a quanto stimato nel piano, prescindendo dai valori effettivi, si correrebbe il rischio di ripartire risorse in deroga ai principi di legge che governano il concorso e, in particolare, in deroga alla *par condicio creditorum*, pur attenuata dalla previsione dell’art. 84, c. 6.

Si pensi, infatti, all’ipotesi in cui il piano preveda di distribuire il «valore eccedente quello di liquidazione», stimato nel piano in misura pari a 80, a favore dei crediti titolari di privilegio “artigiano” (artt. 2751-*bis*, primo comma, n. 5; 2777, secondo comma, lett. c, c.c.) limitatamente al valore di 40, considerando una soddisfazione dei crediti titolari di privilegio “professionale” (artt. 2751-*bis*, primo comma, n. 2; 2777, secondo comma, lett. b, c.c.) in misura pari a 50, di cui 10 rinvenuti dal «valore di liquidazione», e gli altri 40 dal “surplus” concordatario, nel rispetto di quanto previsto dall’art. 84, c. 6. Nell’eventualità in cui all’esito dell’esecuzione del piano concordatario – proseguendo nell’esempio – il «valore eccedente quello di liquidazione» (stimato nel piano in misura pari a 80) sia pari a 40, non potrà procedersi (come previsto in base alle stime contenute nel piano) a ripartire a favore dei crediti “artigiani” tutto il valore di 40, in quanto non residuerebbe alcunché da

⁴⁵ In questo caso, infatti, l’eventuale minusvalenza dei valori effettivamente realizzati rispetto ai valori stimati nel piano dovrebbe essere compensata tramite l’apporto di finanza (o, comunque, patrimonio) che proviene dall’esterno e, come tale, non soggetta alle regole concorsuali.

⁴⁶ Trattasi del valore di liquidazione giudiziale, alla data della domanda di concordato (v. art. 87, primo comma, lett. c).

⁴⁷ È, dunque, verosimile, se non addirittura fisiologico, che possano emergere scostamenti tra il “valore di continuità” stimato nel piano e quello effettivamente realizzato in esecuzione del concordato, e, dunque, anche il «valore eccedente quello di liquidazione», determinato come differenza tra il “valore di continuità” effettivo e quello di “liquidazione” (giudiziale) stimato, potrà assumere un valore differente da quello stimato nel piano concordatario approvato dai creditori, con la precisazione che eventuali significative differenze di valore che non permettano, per esempio, di garantire alcuna soddisfazione ad una o più classi di creditori concorsuali, potranno costituire motivo di risoluzione del concordato.

ripartire a favore dei crediti “professionali”, che sarebbero soddisfatti (tramite la partecipazione al riparto del solo «valore di liquidazione») in misura pari a 10 e, dunque, «complessivamente», in misura inferiore rispetto ai crediti “artigiani”, aventi un rango inferiore.

La tesi proposta non è in conflitto con il principio di cristallizzazione del patrimonio concorsuale alla data di apertura della procedura, considerato che il creditore concorsuale non beneficerà comunque dell’eventuale accrescimento di valore del patrimonio della società riorganizzata, con riferimento al quale entra, piuttosto, in gioco la novella che disciplina la distribuzione del «valore riservato ai soci» (art. 120-*quater*)⁴⁸.

5. Le utilità economicamente valutabili

Il terzo comma dell’art. 84 dispone, pressoché replicando l’art. 160, primo comma, LF, che «la proposta di concordato prevede per ciascun creditore un’utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile», ma si spinge oltre il dettato della LF, precisando che l’utilità «può consistere anche nella prosecuzione o rinnovazione di rapporti contrattuali con il debitore o con il suo avente causa». La norma ammette, dunque, una *soddisfazione “relativa”* del creditore, intendendosi con questa espressione quella soddisfazione che non ha per oggetto un bene (danaro, azioni, quote o strumenti partecipativi, piuttosto che beni mobili o immobili) quanto piuttosto una mera externalità positiva per il creditore nell’ambito dei rapporti – contrattuali (ma non necessariamente tali) – in corso con il creditore⁴⁹. Peraltro, la norma permette di ribadire ancora una volta la centralità delle “valutazioni” in ambito concorsuale, là dove è, comunque, richiesto che l’utilità sia «economicamente valutabile» e, dunque, che l’utilità possa essere tradotta in termini monetari.

In questo contesto, è naturale domandarsi quale sia il rapporto tra la previsione richiamata e quella contenuta nell’art. 84, c. 6, e, dunque, in quale maniera la valutazione dell’utilità “relativa” influenzi i criteri di ripartizione dei valori dell’attivo, nell’ambito dei quali deve distinguersi il «valore di liquidazione» da quello «eccedente».

⁴⁸ Cfr. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Ristrutturazioni aziendali. il caso.it*, 22 settembre 2022.

⁴⁹ Un altro esempio di «utilità economicamente valutabile» potrebbe essere quello di concedere un accordo transattivo ad un creditore con il quale è in corso un contenzioso, oppure quello di concedere ad un fornitore maggiori tutele contrattuali in tema di modalità, tempistiche di pagamento e volumi degli ordini garantiti. Altro tema è quello della difficoltà, o, comunque, del grado di arbitrarietà della stima dell’«utilità economicamente valutabile», che deve necessariamente prevedere dei meccanismi di attualizzazione dei benefici attesi futuri, nell’ambito di un orizzonte temporale da definire.

Invero, le due norme disciplinano profili diversi dell'agire concorsuale, in quanto (i) la prima (art. 84, c. 3) regola le *modalità di soddisfazione dei creditori*, mentre (ii) la seconda (art. 84, c. 6) concerne le *modalità di distribuzione dell'attivo concorsuale*, e quest'ultimo è solo una (ancorché sia la principale) delle “risorse” con cui possono essere soddisfatti i creditori. Infatti, il diritto della crisi prevede anche modalità di soddisfazione dei creditori che non prevedono l'utilizzo dell'attivo concorsuale, e, tra queste, oltre alla possibilità di apporto di risorse esterne, c'è la possibilità di accordare ai creditori un'utilità (e, dunque, un beneficio) di qualsivoglia natura, con il solo limite che la stessa sia «economicamente valutabile». La necessità di valutazione si pone, a prima vista, come strumentale rispetto alla verifica del rispetto delle regole del concorso, che presuppone, appunto, la traduzione in valori omogenei di tutte le utilità che ricevono i creditori dall'esecuzione del piano concordatario, sebbene l'utilità “relativa” potrebbe essere spesso equiparata ad una risorsa esterna e, come tale, estranea alle regole del concorso. In questo senso, per attenersi all'esemplificazione formulata dallo stesso legislatore all'art. 84, c. 3, la prosecuzione o rinnovazione dei rapporti contrattuali in corso con il debitore (tipica dei concordati in continuità), non appare riconducibile alla definizione di “attivo concorsuale”, così da sfuggire alle regole della *par condicio creditorum*, in quanto il valore attribuito a questa utilità non è riconducibile né al «valore di liquidazione», né al «valore eccedente quello di liquidazione», almeno non nel senso attribuito a queste espressioni dal sesto comma dell'art. 84.

6. La rendicontazione nel concordato in continuità

Sotto altro profilo, si pone un problema di *rendicontazione* nell'ambito del concordato in continuità aziendale, o, in altri termini, di *trasparenza*, laddove la disciplina concorsuale non prevede forme di pubblicità volte a dare evidenza al processo che ha portato alla quantificazione del “valore di continuità” che, una volta sottratto il “valore di liquidazione”, conduce alla determinazione del «valore eccedente quello di liquidazione». Infatti, le uniche norme che disciplinano un'attività di rendiconto e/o doveri di informativa nella fase successiva all'omologa attengono a: (i) il caso dei concordati liquidatori o, comunque, l'eventuale fase liquidatoria del concordato in continuità: art. 114, commi secondo e sesto, che impongono obblighi di rendicontazione finale in capo al liquidatore, nei confronti del commissario giudiziale, del giudice delegato e dei creditori; (ii) le informative periodiche (e quella finale) che deve predisporre il commissario giudiziale: art. 118, primo comma.

Pertanto, il CCII *non* ha risolto le lacune informative – già presenti nella LF – relative alla fase di esecuzione del concordato in continuità, destinate ad essere eventualmente colmate solo nell'ambito del decreto di omologa. L'attenzione del legislatore sugli obblighi informativi in capo al

debitore si concentra nella fase iniziale della procedura e, in maniera ancora più incisiva, nella fase che precede l'accesso alla procedura (art. 44, c.1, lett. c), mentre viene completamente meno nella fase successiva alla chiusura del concordato preventivo in continuità. Il problema, visto da un altro angolo visuale (quello dei creditori), concerne il fatto che la procedura si chiude con l'omologazione, che rimette il debitore nel pieno possesso dell'azienda, e, escluso ogni diritto di *voice* dei creditori nella fase di esecuzione del concordato in continuità⁵⁰, questi possono fare solo affidamento sui doveri di vigilanza del commissario giudiziale e sugli obblighi informativi gravanti, in ultima istanza, su quest'ultimo.

Non esiste dunque un documento dal quale possano attingersi informazioni contabili dirette, e, dunque, provenienti dal soggetto che gestisce l'impresa oggetto di ristrutturazione, sull'esecuzione del concordato e, soprattutto, sui criteri utilizzati per distinguere i "risultati" dell'attività imprenditoriale che sono destinati ai creditori concorsuali e, nell'ambito degli stessi, quelli che devono essere ripartiti in base ad una (APR) piuttosto che un'altra (RPR) regola distributiva. Anche nell'ipotesi in cui il debitore sia una società di capitali, le informazioni non sono rinvenibili nel bilancio d'esercizio, che espone dati di sintesi e presuppone un livello di dettaglio dell'informativa contabile, che non è parametrato alle particolari esigenze informative dei creditori concorsuali, ancorché in questo senso devono apprezzarsi gli sforzi dell'Organismo Italiano di Contabilità che, nell'ambito del principio contabile n. 6 sulla «Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio», impone significativi obblighi informativi integrativi anche con riferimento allo stato di avanzamento del piano di ristrutturazione.

L'unica possibilità di colmare la lacuna in via interpretativa pare quella di affermare l'esistenza di una particolare obbligazione di rendiconto⁵¹ in capo al debitore nei confronti dei creditori sino alla completa esecuzione del concordato, a cui corrisponde evidentemente un diritto azionabile *ex art. 263 ss. c.p.c.*, argomentato sulla base della circostanza che gli amministratori compiono l'attività gestoria anche nell'interesse dei creditori concorsuali: quest'ultimo deve essere tenuto distinto dal generale interesse dei creditori dell'impresa (tornata "*in bonis*"), cui corrisponde il diritto d'essere informati tramite la relazione finanziaria annuale.

⁵⁰ V. ROSSI, *L'esecuzione del concordato di risanamento, tra governance e conflitti*, in *Fallimento*, 2017, 1008; Per un'altra impostazione, cfr. SCIUTO, "*Adempimento*" del concordato e programma societario, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, V. Di Cataldo-V. Meli-R. Pennisi (a cura di), III, *Crisi dell'impresa e Scritti vari*, Milano, 2015, 1503 ss.

⁵¹ Sul tema, si rinvia allo studio di CINCOTTI, *L'obbligazione di rendiconto: profili ricostruttivi*, in *Riv.dir.civ.*, 2017, 1447 ss., ove ampi riferimenti bibliografici.

7. Conclusioni

Nell'ambito dell'indagine sul significato da attribuire alle espressioni «valore di liquidazione» e «valore eccedente quello di liquidazione» di cui all'art. 84, sesto comma, CCII, il presente lavoro ha tentato di stabilire alcune linee direttrici volte a risolvere i profili problematici che emergono (o, comunque, potrebbero emergere) in occasione della quantificazione del c.d. «surplus concordatario» nell'ambito dei concordati in continuità aziendale.

I principali risultati a cui è pervenuta la ricerca sono riassumibili come segue.

(I) L'interpretazione coordinata delle norme di cui agli artt. 84, cc. 5[^] e 6[^] porta a ritenere che la tesi che impone la distribuzione anche del surplus concordatario (riferito al bene o ai beni su cui è vantato il privilegio) ai creditori privilegiati, è la regola generale, stabilita dal quinto comma dell'art. 84 (corrispondente all'art. 160, comma secondo, LF), che si rende applicabile al concordato liquidatorio, la quale è, invece, derogata, per il concordato in continuità aziendale, dal successivo sesto comma, che permette la distribuzione del surplus concordatario (riferito, in questo caso, non ai singoli beni, ma all'intero complesso aziendale) in deroga alle regole della *par condicio creditorum*, ma con un vincolo di uguale soddisfazione tra classi dello stesso grado e migliore soddisfazione delle classi di grado superiore. Pertanto, la possibilità di assegnare una soddisfazione ai creditori chirografari in assenza di integrale pagamento dei creditori con privilegio generale, nel concordato liquidatorio è sostanzialmente preclusa, fatto salvo l'utilizzo della finanza esterna (art. 84, c. 4), in quanto il diritto di soddisfazione del creditore privilegiato è ancorato al «valore dinamico» di liquidazione del bene oggetto della prelazione; diversamente, nel concordato in continuità aziendale è possibile procedere alla falcidia del privilegio generale, pur in mancanza di finanza esterna, in quanto il diritto di soddisfazione del creditore privilegiato è limitato al «valore statico» di liquidazione dei beni oggetto della prelazione⁵².

(II) Il «valore di liquidazione» ex art. 84, c. 6, è da intendersi quale “valore di liquidazione giudiziale”, con la conseguenza che per quantificare il «valore eccedente quello di liquidazione» dovrà procedersi al raffronto tra la stima del valore attivo che sarebbe assicurato ai creditori in caso di apertura della liquidazione giudiziale e quello ricavabile dall'esecuzione del concordato in continuità aziendale. La differenza tra questi due valori è il surplus del concordato in continuità, liberamente distribuibile, salvo il rispetto di quanto previsto dal sesto e settimo comma dell'art. 84.

(III) Il piano dovrà contenere le istruzioni in base alle quali il debitore propone alle varie classi di creditori concorsuali di ripartire il “surplus” concordatario, con la possibilità di utilizzare la deroga

⁵² V. nt. 34.

concessa dall'art. 84, sesto comma, intendendosi per “surplus” la differenza tra il valore di liquidazione *stimato* nel piano e quello di continuità, e con la precisazione però che il «valore eccedente quello di liquidazione» (comunque stimato nel piano) dovrà essere necessariamente accertato a *consuntivo* sulla base dei valori *effettivamente* realizzati, mentre il «valore di liquidazione» è destinato a non essere mai confrontato con un dato reale.