

XV CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"IMPRESA E MERCATI: NUMERI E COMPUTER SCIENCE"

Roma, 23 - 24 febbraio 2024

ORESTE CAGNASSO - GIUSEPPE POLICARO

Concordato preventivo in continuità diretta e tecniche previsionali¹.

Sommario: 1. Premessa. - 2. Il quadro normativo. - 3. I "numeri del concordato". - 4. I criteri di determinazione del valore risultante dalla ristrutturazione. 4.1. I principi inerenti alla distribuzione dei valori in caso di concordato in continuità diretta. - 4.2. I presupposti per la determinazione dei valori aziendali. - 4.3. La configurazione dei valori dell'azienda: prime osservazioni. - 4.4. I valori di liquidazione. - 4.5. Il valore risultante dalla ristrutturazione. - 5. I controlli in sede di omologazione.

1. Premessa.

La redazione di un piano di concordato preventivo in continuità diretta presenta, o almeno può presentare, notevoli difficoltà, soprattutto nell'individuare quello che oggi

¹ Lo scritto è stato condiviso dai due Autori. In particolare, sono da attribuire a Oreste Cagnasso e paragrafi 1, 2, 3 e 5; a Giuseppe Policaro i paragrafi da 4 a 4.5.

il legislatore denomina “il valore risultante dalla ristrutturazione”. In effetti il fabbisogno del concordato può derivare dalla vendita di *asset* non essenziali, ma soprattutto dalla continuazione dell’attività di impresa. E quindi si tratta di una valutazione prognostica dell’andamento futuro dell’impresa per gli anni previsti nel piano, cercando di individuare i futuri ricavi e costi, collocandoli nell’ipotizzabile evoluzione generale dell’economia. Come tutte le valutazioni prognostiche, chiaramente presenta ampi margini di incertezza e deve essere effettuata utilizzando particolari tecniche.

Il Codice della crisi ha reso ancora più rilevante tale dato numerico, prevedendo regole rigorose in ordine all’attribuzione del valore risultante dalla ristrutturazione a favore dei soci.

Il *paper* ha per oggetto, dopo un breve inquadramento del dato normativo con particolare riferimento al concordato delle società, alcune riflessioni sui metodi per individuare il plus valore di continuità nel caso di quella diretta. In chiusura qualche spunto in ordine al controllo da parte del Tribunale in sede di omologazione, in particolare in presenza di classi dissenzienti.

2. Il quadro normativo.

Come è noto, la sezione VI *bis* del capo dedicato al concordato preventivo, inserita nel Codice della crisi in attuazione della Direttiva *Insolvency* con il d.lgs. 17 giugno 2022, n. 83, disciplina l’accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell’insolvenza delle società e contiene gli articoli da 120 *bis* a 120 *quinquies*.

L’art. 2, comma primo, alla lettera m *bis*) definisce questi strumenti come le misure, gli accordi e le procedure volte al risanamento dell’impresa attraverso la modifica della composizione, dello stato o della struttura delle sue attività e passività o del capitale, oppure volti alla liquidazione del patrimonio o delle attività che, a richiesta del debitore, possono essere preceduti dalla composizione negoziata della crisi. In realtà, le regole contenute negli artt. 120 *bis* e seguenti presuppongono per la loro applicazione che si tratti di una procedura che preveda l’omologazione e la formazione di classi e ciò

pare restringere l'ambito di tali norme al concordato preventivo ed al piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione.

Le regole in tema di accesso, delineate nell'art. 120 *bis*, commi 1 e 2, individuano l'organo competente. Come la rubrica della Sezione è riferita in genere alle società, le disposizioni in esame richiamano gli amministratori, senza alcuna specificazione in ordine al tipo societario.

Vengono attribuite, in via esclusiva, agli amministratori le competenze concernenti l'accesso ad uno strumento di regolazione della crisi o dell'insolvenza; il contenuto della proposta; le condizioni del piano; eventuali modificazioni dello statuto. In relazione a queste ultime, il legislatore, ancora una volta, si riferisce alla società debitrice in genere, senza alcuna specificazione in ordine al tipo. Inoltre fa riferimento a qualsiasi modificazione, con la previsione di alcuni esempi: aumenti del capitale anche con limitazione o esclusione del diritto di opzione; riduzioni del capitale; modificazioni che incidono direttamente sui diritti di partecipazione dei soci; fusioni, scissioni e trasformazioni.

L'area delle modificazioni statutarie che possono essere inserite nel piano è individuata con un criterio funzionale, collegato *"al buon esito della ristrutturazione"*.

La legge fallimentare, nella sua versione originaria, demandava ai soci o all'assemblea straordinaria, a seconda dei tipi di società, l'approvazione della proposta e delle condizioni del concordato fallimentare e preventivo, salva delega agli amministratori: infatti l'art. 152, secondo comma, l.f. disponeva che la proposta e le condizioni del concordato, nelle società in nome collettivo e in accomandita semplice, devono essere approvate dai soci che rappresentano la maggioranza assoluta del capitale e, nelle società di capitali, nonché nelle cooperative, dall'assemblea straordinaria, salvo che tali poteri siano delegati agli amministratori. L'art. 152 l.f. ora richiamato si applicava al concordato fallimentare; l'art. 161, ultimo comma, l.f., rinviava a tale disposizione con riferimento al concordato preventivo.

La riforma degli anni 2005 - 2006 ha ribaltato, in parte, il contenuto delle regole illustrate, stabilendo che la proposta e le condizioni del concordato delle società di

capitali e cooperative sono deliberate dagli amministratori, mentre nelle società di persone continuavano ad essere approvate dai soci che rappresentano la maggioranza del capitale sociale. La disposizione però era derogabile, come fatto palese dall'inciso "salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo o dello statuto" (cfr. artt. 152, secondo comma e 161, quarto comma, l.f., rispettivamente per il concordato fallimentare e quello preventivo).

Il Codice della crisi, nella sua prima versione, ha riprodotto tali norme negli artt. 265, secondo comma, e 44, quarto comma, rispettivamente in tema di concordato nella liquidazione giudiziale e di concordato preventivo.

Da ultimo, nella versione entrata in vigore il 15 luglio 2022, il Codice della crisi, come si è ricordato, attribuisce in via esclusiva agli amministratori le decisioni relative all'accesso ad uno strumento di regolazione, alla proposta e al piano, e a qualsiasi modificazione dello statuto della società al fine del buon esito della ristrutturazione.

A sua volta, l'art. 44 del Codice è stato modificato coerentemente con la norma ora richiamata, senza più prevedere la possibilità di intervento dell'assemblea. Non così l'art. 265, per cui la proposta e le condizioni del concordato nella liquidazione giudiziale delle società, salva diversa disposizione dell'atto costitutivo o dello statuto, nelle società di persone sono approvate dai soci che rappresentano la maggioranza assoluta del capitale; nelle società di capitali e nelle cooperative sono deliberate dagli amministratori. Si pone quindi il dubbio: si tratta di un semplice difetto di coordinamento oppure è da ritenere che valgano regole diverse da quella prevista nell'art. 120 *bis* sopra richiamato per il concordato nella liquidazione giudiziale?²

² Cfr., G. SCOGNAMIGLIO - F. VIOLA, *I soci nella ristrutturazione dell'impresa. Prime riflessioni*, in *Nuovo Diritto delle società*, 2022, 1163 e segg.; L. PANZANI - E. LA MARCA, *Impresa vs. soci nella regolazione della crisi. Osservazioni preliminari su alcune principali novità introdotte con l'attuazione della Direttiva Insolvency*, *ibid.*, 2022, 1469 e segg.; A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Soc.*, 2022, 945 e segg.; ID., *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice* a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022, 1049 e segg.; R. BROGLI, *I soci e gli strumenti di regolazione della crisi*, in *Fall.*, 2022, 1290 e segg.; A. NIGRO, *La nuova disciplina degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società*, in www.ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it; F. BRIOLINI, *I conflitti tra amministratori e soci in sede di accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza. Prime riflessioni*, in *Nuovo Diritto delle Società*, n. 1; A. BLANDINI, *Sull'accesso alle composizioni negoziate della crisi ed agli strumenti di*

Come appare evidente, la norma contenuta nell'art. 120 *bis* introduce una profonda modificazione rispetto alle regole di *governance* delle società. L'attribuzione in via esclusiva agli amministratori del compito di individuare lo strumento di regolazione della crisi o dell'insolvenza era già adombrato dall'art. 2086, comma secondo, c.c. in coerenza con le regole che conferiscono agli amministratori in via esclusiva la predisposizione degli assetti adeguati. Dal momento che questi ultimi hanno in particolare la funzione di consentire di prevenire la crisi, l'obbligo di attivarsi in tal caso sembra strettamente consequenziale.

Anche la decisione concernente la proposta e il piano era già affidata agli amministratori di società di capitali, sia pure con regola derogabile. Oggi si tratta di norma imperativa. Quale ulteriore profilo innovativo il legislatore conferisce in esclusiva il compito di deliberare su proposta e piano non solo agli amministratori di società di capitali, ma anche a quelli delle società di persone.

La novità di gran lunga più rilevante consiste nell'attribuzione ad essi della possibilità di introdurre nel piano qualsiasi modificazione funzionale a quest'ultimo. Si tratta evidentemente di una sorta di delega *ex lege* che modifica profondamente la *governance* societaria sottraendo ai soci delle società di persone o all'assemblea delle

regolazione della crisi e dell'insolvenza, ibid., 2023, n. 2, 241 ss.; G. B. PORTALE, *Il codice italiano della crisi di impresa e dell'insolvenza: tra fratture e modernizzazione del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2023, 1149 ss.; M. S. SPOLIDORO, *I soci dopo l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi*, *ibid.*, 1254 ss.; F. GUERRERA, *L'espansione della regola di competenza esclusiva degli amministratori nel diritto societario della crisi fra dogmatismo del legislatore e criticità operative*, *ibid.*, 1271 ss.; M. MALTONI, *Spunti di riflessione sulla disciplina delle modifiche statutarie in caso di accesso della società ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza*, *ibid.*, 1293 ss.; G. FERRI jr., *Poteri e responsabilità degli amministratori nel concordato preventivo delle società*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, 15 ss.; L. BENEDETTI, *L'organo gestorio della società in crisi fra interesse dei soci e interessi altri: i principi della Direttiva sui preventive restructuring frameworks e il loro recepimento negli ordinamenti nazionali*, *ibid.*, 2023, 95 ss.; M. CAMPOBASSO, *La posizione dei soci nel concordato preventivo della società*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2023, 166 ss.; R. RORDORF, *I soci di società in crisi*, in *Società*, 2023, 1138 ss.; O. CAGNASSO, *Le modificazioni statutarie funzionali al buon esito della ristrutturazione*, in *Società*, 2023, 239 ss.; O. CAGNASSO - C. F. GIULIANI - G. M. MICELI, *L'accesso delle società al concordato preventivo*, in *Società*, 2023, 983 ss.; O. CAGNASSO, *L'accesso agli strumenti di regolazione della crisi: alcuni profili problematici*, in *Codice della crisi: tra novità e dubbi (ir)risolti*, a cura di M. Spiotta, in *Giur. it.*, 2023, 1438 ss..

Anteriormente all'emanazione della disciplina in esame, cfr., per tutti, L. STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2020, 295 e segg..

società di capitali e delle cooperative una competenza fondamentale, quella di modificare l'atto costitutivo o lo statuto, e nel contempo affidandola all'organo amministrativo.

La regola presenta altresì un ulteriore profilo innovativo rispetto alle modalità utilizzate dal legislatore per individuare l'area della delega volontaria di competenze dall'assemblea straordinaria agli amministratori. Come è noto, l'art. 2365, secondo comma, prevede la possibilità per lo statuto di s.p.a. di attribuire alla competenza dell'organo amministrativo o del consiglio di sorveglianza o del consiglio di gestione specifiche deliberazioni elencate in tale norma. Per contro, l'art. 120 *bis*, comma secondo del Codice della crisi, come si è osservato, si riferisce a qualsiasi modificazione circoscrivendone l'ambito attraverso un criterio funzionale: devono infatti essere individuate ai fini del buon esito della ristrutturazione. Pertanto in presenza di una determinata situazione (crisi e accesso ad uno strumento di regolazione), il legislatore prevede il trasferimento di competenze dai soci o dall'assemblea all'organo amministrativo nella prospettiva del superamento della crisi.

Evidentemente tale regola, da un lato, è diretta ad impedire manovre ostruzionistiche da parte dei soci o dell'assemblea, così come previsto dalla Direttiva *Insolvency*, dall'altro, è coerente con la posizione che deve essere assunta dagli amministratori rispetto ai creditori in caso di crisi o di insolvenza. Come efficacemente è stato scritto da Lorenzo Stanghellini³, il diritto della crisi scava delle vere e proprie "gallerie" all'interno del diritto societario, mutandone profondamente la *governance*.

A tutela dei soci sono introdotti vari strumenti. Uno di questi è previsto nel quinto comma dell'art. 120 *bis* e consiste nella possibilità di formulare proposte concorrenti da parte dei soci che rappresentino però almeno il 10 % del capitale. La disciplina applicabile è quella contenuta nell'art. 90 relativo appunto alle proposte concorrenti nel concordato preventivo.

L'art. 120 *ter* introduce un ulteriore strumento diretto a tutelare i soci, che consiste nel loro classamento. Infatti, il piano può prevedere la formazione di una classe costituita

³ L. STANGHELLINI, *op. cit.*, 295 e segg..

dai soci o anche di più classi qualora esistano soci ai quali lo statuto riconosca diritti diversi. E ciò anche a seguito di modifiche previste dal piano.

La formazione delle classi costituisce una possibilità; tuttavia, è obbligatoria in due casi che fanno riferimento o alla rilevanza per i soci delle modificazioni statutarie previste dal piano oppure alla qualificazione delle società. Nella prima prospettiva deve trattarsi di modificazioni che incidono direttamente sui diritti di partecipazione; nella seconda di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Il comma terzo dell'art. 120 *ter* disciplina le modalità di esercizio del voto da parte dei soci. Questi ultimi lo esprimono nelle forme e nei termini previsti per il voto da parte dei creditori. Il socio ha diritto di voto in misura proporzionale alla quota di capitale posseduta anteriormente alla presentazione della domanda.

3. I “numeri” del concordato.

Con riferimento al concordato preventivo in continuità diretta vengono in considerazione vari valori e quindi vari “numeri”, che assumono in alcuni casi un rilievo fondamentale ai fini della procedura e in altri un rilievo altrettanto fondamentale in presenza di determinati presupposti.

Ai sensi dell'art. 87 CCII, che disciplina il contenuto del piano di concordato, quest'ultimo deve prevedere “*il valore di liquidazione del patrimonio, alla data della domanda di concordato, in ipotesi di liquidazione giudiziale*” (art. 87, comma primo, lett. c) CCII). E ciò coerentemente con la circostanza che “*il concordato deve offrire ai creditori, nel loro complesso ed individualmente, utilità non inferiori a quelle ritraibili dalla liquidazione giudiziale*”⁴. Si tratta, come ancora è stato sottolineato, del “*fulcro del piano di concordato*”⁵.

In particolare, nel caso di concordato in continuità diretta, lo svolgimento dell'attività di impresa deve essere in grado di produrre “utilità” tali da consentire ai creditori di ottenere un soddisfacimento superiore rispetto a quello che potrebbero acquisire tramite la procedura di liquidazione giudiziale e quindi la vendita del

⁴ M. FABIANI, *Sistema, principi e regole del diritto della crisi di impresa*, 2023, 203.

⁵ P. ORLANDO, in MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve alle leggi su Crisi di impresa ed insolvenza*, 7^a ediz., Milano, 2023, 87.

patrimonio aziendale. Tale finalità è sottolineata dal legislatore fin dall'art. 84 CCII con cui si apre la disciplina del concordato preventivo: come risulta da tale norma, la procedura deve essere volta a realizzare *“il soddisfacimento dei creditori in misura non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione giudiziale”*.

Con riferimento al valore di liquidazione, viene in considerazione la regola della cosiddetta priorità assoluta, per cui quest'ultimo *“è distribuito nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione”* (art. 87, comma 6 CCII).

Per valore di liquidazione si intende quello di realizzo del patrimonio e quindi avente per oggetto ogni elemento dell'attivo, ivi compresi i crediti per le azioni risarcitorie o revocatorie promuovibili dal curatore, dedotti i costi di realizzo⁶.

Un secondo valore di portata fondamentale e punto di riferimento necessario in caso di presenza di classi dissenzienti è il cosiddetto **valore di continuità** e cioè *“le risorse ricavabili dalla prosecuzione dell'attività nel periodo del piano”*⁷.

Si tratta del valore derivante dalla continuazione dell'attività da parte dell'imprenditore in crisi o insolvente e quindi frutto di una valutazione prospettica. Occorre al proposito determinare, in via prognostica, i flussi di cassa che ragionevolmente potrebbero derivare dalla continuazione dell'esercizio dell'impresa, flussi di cassa netti e quindi dedotti i costi derivanti dallo svolgimento dell'attività produttiva. Nel caso in cui, come espressamente consentito dal legislatore, il fabbisogno concordatario provenisse non solo dai flussi di cassa, ma anche dalla vendita di *asset* non

⁶ Cfr. la recente pronuncia di Trib. Roma, 24 ottobre 2023, in *Jus.*, 2 novembre 2023, per cui il valore di liquidazione *“dovrà essere calcolato, quanto all'azienda, con riferimento al presumibile realizzo derivante dalla vendita della stessa in sede di esercizio provvisorio disposto dal Tribunale dopo l'apertura del procedimento liquidatorio ovvero al valore di liquidazione dei singoli beni aziendali laddove si ravvisi come non prevedibile – perché non conveniente – l'esercizio provvisorio rispetto alla cessazione dell'azienda ed alla vendita atomistica dei suoi beni”*. Sulla rilevanza, ai fini della determinazione del valore di liquidazione, dei crediti per le azioni risarcitorie o revocatorie promuovibili dal curatore v. F. LAMANNA, *“Valore di liquidazione” e “valori eccedenti” nel concordato preventivo: come calcolarli e distribuirli*, in *Jus.*, 13 ottobre 2023.

⁷ G. D'ATTORRE, *Le regole di distribuzione del valore*, in *Fallimento*, 2022, 1223.

strategici, occorre determinare il maggior prezzo ricavabile dagli stessi rispetto al valore di realizzo.

Naturalmente la prospettiva può essere molto più semplice nel caso di continuità indiretta: il plusvalore da continuità, in presenza di vendita dell'azienda, sarà determinato dal prezzo della stessa e, nel caso dell'affitto, dai canoni.

Il legislatore fa riferimento ad un ulteriore valore, eccedente rispetto a quello di liquidazione. Il comma sesto dell'art. 84 CCII contrappone appunto valore di liquidazione e **valore eccedente quello di liquidazione**: per il primo, come si è visto, viene in considerazione la regola della priorità assoluta, mentre per il secondo *“è sufficiente che i crediti inseriti in una classe ricevono complessivamente un trattamento al meno pari a quello della classe dello stesso grado e più favorevole rispetto a quello delle classi di grado inferiore”* (art. 87, comma 6 CCII).

Il valore eccedente quello di liquidazione si desume dalla differenza tra il valore di continuità e quello di liquidazione.

Il legislatore fa ancora riferimento all'art. 120 *quater*, comma primo, CCII, al **valore risultante dalla ristrutturazione**: se il piano prevede che il valore risultante dalla ristrutturazione sia riservato anche ai soci anteriori alla presentazione della domanda, il concordato, in caso di dissenso di uno o più classi di creditori, può essere omologato se viene rispettata la regola della priorità relativa.

Il legislatore definisce il **valore riservato ai soci** nel secondo comma dell'art. 120 *quater* c.c. definendolo come quello *“effettivo, conseguente all'omologazione della proposta, delle loro partecipazioni e degli strumenti che attribuiscono il diritto di acquisirle, dedotto il valore da essi eventualmente apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto, oppure per le imprese minori, anche in altra forma”*.

Si tratta del valore dell'azienda al momento dell'omologazione al netto dell'indebitamento concordatario e operativo⁸.

I valori presi in considerazione sono quelli risultanti dal piano o al momento dell'omologazione; durante l'esecuzione del piano o al termine della stessa, a consuntivo, potranno emergere altri valori, eventualmente rilevanti al fine dei possibili esiti del concordato.

4. I criteri di determinazione del valore risultante dalla ristrutturazione.

4.1. I principi inerenti alla distribuzione dei valori in caso di concordato in continuità diretta.

Ai sensi dell'art. 84, comma 6, CCII, *“nel concordato in continuità aziendale il valore di liquidazione è distribuito nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione; 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”*. Trattasi di norma introdotta in attuazione della Direttiva (UE) 1023/2019 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 (c.d. Direttiva *Insolvency*) che prevede –tra l'altro –l'ingresso nel nostro ordinamento della c.d. *“regola della priorità relativa” (Relative Priority Rule)*⁹.

In altre parole, mentre nel concordato liquidatorio si applica la regola della priorità assoluta, secondo cui risulta vietata la soddisfazione del creditore di grado successivo se prima non viene soddisfatto quello con grado precedente, nel concordato in continuità diretta la regola della priorità assoluta vale con riferimento al solo valore

⁸ D'ATTORRE, *Le regole di distribuzione del valore*, cit., 1228. Cfr. I. DONATI, *I requisiti del “sostegno minimo” dei creditori per l'omologazione del concordato in continuità: una prima (errata) applicazione dell'art. 112, comma 2, lett. d) CCII*, in *Fall.*, 2023, 796 ss.; L. TRONCI, *Il “surplus” concordatario: profili valutativi*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2023, n. 4, 659; G. D'ATTORRE, *Classi “interessate” e classi “maltrattate” nella ristrutturazione trasversale*, in *Diritto della crisi*, 2023; A. GUIOTTO, *Il valore riservato ai soci nel concordato in continuità aziendale*, *ibid.*.

⁹ Il principio è espressamente richiamato nella Relazione illustrativa allo stesso d.lgs. 17 giugno 2022, n. 83. Esso, a sua volta, è mutuato dall'art. 11, paragrafo 1, lettera c), della Direttiva *Insolvency*.

di liquidazione, mentre per quello eccedente il valore di liquidazione si utilizza la regola di priorità relativa.

L'art. 84 CCII ben specifica che, da un lato, debbono applicarsi le regole generali (*"il valore di liquidazione è distribuito nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione"*), mentre, dall'altro (*"per il valore eccedente quello di liquidazione"*), il rispetto dell'ordine delle cause di prelazione risulta inderogabile solo per i crediti assistiti dal privilegio di cui all'art. 2751-bis, n. 1, c.c. (come dettato dall'art. 84, comma 7, CCII); per tutti gli altri crediti, infatti e come specificato al comma sesto, *"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"*.

La regola di priorità relativa rileva quindi in sede di apertura del procedimento, quale oggetto della valutazione di ammissibilità della domanda ai sensi dell'art. 47, comma 1, lett. b), CCII; tuttavia, il più efficace controllo in ordine alla distribuzione del valore di liquidazione ha luogo - come meglio si vedrà - in ipotesi di dissenso di una o più classi, in sede di omologazione da parte del tribunale.

L'utilizzo delle regole richiamate non appare agevole, dovendosi determinare correttamente *"il valore eccedente quello di liquidazione"* previsto dall'art. 84, comma 6, CCII, valore che pertanto si configura come la differenza tra due valori; ovviamente, questo conteggio richiede che *in primis* si determinino il minuendo della sottrazione (ossia il valore attivo complessivo ricavato dal piano, calcolo influenzato da molteplici elementi) ed il sottraendo (il valore di liquidazione).

4.2. I presupposti per la determinazione dei valori aziendali.

Stimare correttamente il valore di un'azienda è attività assai ardua: le variabili da considerare sono numerose e, probabilmente anche per questo motivo, sono molteplici i metodi utilizzati dalle scienze aziendalistiche per addivenire a tale valutazione.

Tuttavia, ogni valutazione si caratterizza per un certo grado di discrezionalità: d'altro canto, *“la valutazione è un giudizio ragionato che si fonda su stime, non è mai il risultato di un mero calcolo matematico”*¹⁰.

La discrezionalità nella valutazione risulta particolarmente evidente soprattutto nei piani di concordato in continuità diretta: mentre nei piani liquidatori la configurazione del valore dell'azienda è da effettuarsi in ordine ai presumibili valori di realizzo degli *asset* aziendali, in quelli in continuità aziendale, invece, oggetto della stima sono principalmente i flussi di cassa attesi.

D'altro canto, non potrebbe essere diversamente: la valutazione è certamente prognostica, dovendosi considerare una serie di circostanze da collocarsi nell'arco del piano.

Infatti, ai sensi l'art. 87, comma 1, lett. g), CCII, è necessario che il piano di concordato in continuità contenga *“il piano industriale e l'evidenziazione dei suoi effetti sul piano finanziario”*¹¹. Dovranno così tenersi in debita considerazione le prospettive di sviluppo dell'impresa nel tempo¹², gli scenari di mercato, le variabili macroeconomiche che possono influire – anche in misura considerevole – sui ricavi futuri e, ovviamente, le prospettive di *cash flow*.

In aggiunta, occorre pure valutare i costi conseguenti all'esercizio dell'attività, non facilmente individuabili nel momento in cui l'azienda è valutata (ovvero quando il piano è predisposto), tenuto conto dell'inflazione, dell'impatto fiscale, delle eventuali diverse modalità con cui l'impresa sarà gestita da un eventuale nuovo *management*. Quest'ultimo aspetto, in particolare, non potrà prescindere da un preciso riscontro sulle cause della crisi, posto che nel piano di concordato in continuità diretta dovrà comunque

¹⁰ Così ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *Principi Italiani di Valutazione (PIV)*, I. 1.1. Sempre nel medesimo documento si legge *“Non esiste il valore “giusto” o il valore “vero” di un bene. Ogni valore è sempre e comunque frutto di una stima. Si tratta sempre quindi di una quantità approssimata e non esatta”*.

¹¹ Il comma 1 è in parte stato integrato dall'art. 13 del decreto legislativo correttivo n. 147 del 2020.

¹² La valutazione prognostica formulata nel piano non dovrebbe superare – salvo eccezioni per particolari tipi di imprese – il limite massimo di cinque anni, così come suggerito dalla giurisprudenza di merito.

essere certificata una certa “discontinuità” rispetto al passato, proprio per corroborare la sostenibilità delle previsioni formulate¹³.

Inoltre, la valutazione è rivolta ai complessi aziendali di imprese che potrebbero non sopravvivere al piano, dove l’imprenditore solitamente rischia poco (avendo in molti casi già perso il capitale) e per i quali debbono considerarsi – in ordine alla loro valutazione – molti fattori che generalmente non sono riscontrabili in condizioni “normali” (c.d. *inherent risk*).

A ciò si aggiunga, complessità nella complessità, che i documenti ed i valori contabili dell’impresa in crisi di per sé potrebbero non essere in grado di fornire un’indicazione corretta delle reali *performance* dell’impresa, e non solo di quelle potenziali; a maggior ragione, ciò sarà riscontrabile in imprese di piccola o media dimensione, con strutture amministrative non adeguate.

In definitiva, la valutazione deve attribuire consistenza economica all’azienda e, alla luce del peculiare e completo processo utilizzato, giustifica i passaggi logici e tecnici alla base di tale attribuzione. Il processo valutativo, come ci insegnano le scienze aziendalistiche, è strutturato in alcune fasi, indispensabili affinché le variabili di cui si è dato conto possano correttamente emergere: a) la formazione e l’apprezzamento della base informativa, b) l’applicazione dell’analisi fondamentale, c) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione, d) l’apprezzamento dei principali fattori di rischio, e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Tali fasi – di cui si darà riscontro nel proseguo, in particolare con riferimento al punto c) – risultano necessarie per la corretta configurazione del valore di ristrutturazione in ipotesi di continuità diretta.

4.3. La configurazione dei valori dell’azienda: prime osservazioni.

¹³ Sul punto, per quanto con precipuo riferimento ai piani di risanamento, v. CNDCEC, *Principi di attestazione dei piani di risanamento*, dove al par. 6.2.1. è possibile leggere che “l’attestatore deve verificare che la strategia di risanamento presenti una significativa discontinuità rispetto ai fattori che hanno determinato la situazione di crisi e che sia rivolta a superarli”. Al riguardo, v. anche CNDCEC, *Principi di attestazione dei piani di risanamento*, par. 6.5.11.

Il Codice della crisi dispone – come si è accennato – che il piano per il concordato in continuità diretta debba indicare il fabbisogno finanziario dell’impresa sino alla presumibile data di omologazione, nonché durante il periodo di svolgimento del piano; ciò al fine di consentire al professionista indipendente di rilasciare le attestazioni richieste. Trattasi di elemento fondamentale, alla base di ogni valutazione inerente al piano: quest’ultimo deve infatti “certificare”, tra l’altro, che l’impresa mantenga un “bilanciamento” nei flussi di cassa, in sostanza rispettando proprio il necessario equilibrio finanziario richiesto dall’art. 3 CCII ad ogni imprenditore¹⁴.

Nel concordato in continuità diretta potranno considerarsi – con riferimento al valore dell’azienda – sia il valore di mercato dell’azienda (ovvero il prezzo al quale verosimilmente potrebbe essere negoziata), sia il suo valore economico, frutto di un’analisi fondamentale che richiede la stima dei benefici attesi (in termini di flussi economici, di cassa e di consistenza patrimoniale) e che consideri, in aggiunta, il quadro di rischio associato a detti benefici. Queste configurazioni di valore non dovrebbero peraltro discostarsi eccessivamente fra loro, quantomeno nel caso in cui il mercato sia considerato razionale e in condizioni di trasparenza informativa.

Non sono tuttavia presenti molti documenti in grado di fornire ausilio in ordine alla determinazione del valore aziendale in ipotesi di piani in continuità (diretta): la difficile valutazione delle imprese in crisi è “affrontata” precipuamente dal Documento SIDREA/CNDCEC, del 2016, il quale evidenzia come – in tali circostanze – tra le stime proposte il valore economico risulti il più appropriato, in particolare a seguito della considerazione degli assetti strategici, gestionali e strutturali dell’azienda valutata.

La valutazione delle imprese in crisi non è invece stata ancora compiutamente trattata dai Principi Italiani di Valutazione, sebbene l’Organismo Italiano di Valutazione abbia comunicato di voler pubblicare prima della statuizione di principi specifici un *Discussion Paper* sul tema.

¹⁴ Dovrà pertanto presentare anche un *budget* di cassa “sostenibile”, in grado di confortare l’attestatore riguardo alla sostenibilità dei debiti.

In ogni caso, ai fini di determinare correttamente i valori richiesti dal Codice della crisi nel concordato in continuità diretta, si è detto di come assuma rilievo, da un lato, *“il valore di liquidazione”* e, dall’altro, *“il valore eccedente quello di liquidazione”*¹⁵.

Il valore eccedente quello di liquidazione è il *“delta”* positivo che si ottiene nei piani in continuità rispetto all’ipotesi liquidatoria. È quindi quella misura economica che emerge solo a seguito del calcolo del *“valore di liquidazione”* dell’azienda a seguito di un confronto con il valore (maggiore) dell’azienda in continuità. In definitiva, la continuità può essere perseguita soltanto laddove essa non sia dannosa per i creditori: come è stato osservato, infatti, *“non è consentito ai giudici, nell’ambito della procedura di concordato preventivo, bilanciare i diritti dei creditori con l’interesse generale alla continuazione di un’attività produttiva”*¹⁶.

D’altronde, se il *surplus* non fosse positivo, non sarebbe possibile offrire ai creditori un trattamento più favorevole rispetto alla liquidazione giudiziale. Il piano deve dunque certificare la sussistenza di un patrimonio positivo.

4.4. I valori di liquidazione.

Il valore di liquidazione è imprescindibile per la corretta determinazione del *surplus* nei piani di concordato in continuità diretta. Esso deve essere attestato nel piano alla luce di quanto previsto dall’art. 87, comma 3, CCII, norma secondo cui spetta al debitore depositare, con la domanda, *“la relazione di un professionista indipendente, che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano e, in caso di continuità aziendale, che il piano è 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”*. A questo valore – come ricordato – si lega dunque la soddisfazione non derogabile della generalità dei creditori (eccezion fatta per i crediti da lavoro).

¹⁵ Quindi, tenuto conto delle differenti regole distributive relative: come si è visto, APR (*Absolute Priority Rule*) per il primo valore e RPR (*Relative Priority Rule*) per il secondo.

¹⁶ Così, A. ZULIANI, *Continuità diretta e continuità indiretta: presupposti, regole, criticità*, in *Diritto della Crisi*, Marzo 2022, 15, disponibile in www.dirittodellacrisi.it.

Come già si è osservato, per valore di liquidazione si intende quello di realizzo del patrimonio e, pertanto, riguarda ogni elemento dell'attivo, ivi compresi i crediti per le azioni risarcitorie o revocatorie promuovibili dal curatore, dedotti i costi di realizzo¹⁷. Il calcolo del valore di realizzo può essere effettuato in modo atomistico, oppure avere per oggetto l'azienda o singoli suoi rami (queste ultime ipotesi sono generalmente maggiormente vantaggiose per l'impresa in crisi, sebbene non sempre attuabili).

Nel caso di concordato in continuità diretta, il valore di liquidazione si riferisce all'azienda nel suo complesso. In ogni caso, il valore di liquidazione di cui all'art. 84, comma 6, CCII corrisponde al "*valore di liquidazione giudiziale*", ossia il valore realizzabile dalla vendita adeguatamente pubblicizzata e per cui il venditore è costretto a vendere nell'immediato e nelle condizioni attuali¹⁸.

Il valore di liquidazione è pertanto un valore statico, destinato a non mutare nel tempo; diversamente da quello relativo all'azienda in continuità, il valore dinamico è influenzato dalle variabili di cui *supra*.

Naturalmente la determinazione del valore di realizzo deve essere effettuata secondo determinati principi, suggeriti dall'economia aziendale, alla luce delle prospettive ora richiamate. In particolare, potranno adottarsi i criteri descritti dall'OIC per i bilanci di liquidazione, in base ai quali il patrimonio della società cessa di essere un complesso produttivo destinato alla creazione del reddito e si trasforma in un coacervo

¹⁷ Di solito, nel caso di concordato liquidatorio, la predisposizione del piano è "relativamente" semplice; esso risulta infatti sovrapponibile ad un normale programma di liquidazione giudiziale.

¹⁸ Cfr. ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *Principi Italiani di Valutazione (PIV)*, III, 6.5. Si sottolinea come "*il prezzo base d'asta non dovrebbe coincidere con il valore che l'esperto ritiene si potrebbe realizzare con la vendita in asta (liquidazione forzata o accelerata), ma dovrebbe risultare più contenuto. Più facilmente, infatti, un prezzo più contenuto favorisce la concorrenza fra bidders e riduce il rischio di comportamenti collusivi o interdipendenti*". Inoltre, "*l'esperto nel caso in cui sia chiamato a stimare il valore di liquidazione forzata o accelerata di beni da realizzare tramite asta dovrebbe sempre esprimere un range di valori dove il valore massimo del range dovrebbe rappresentare il valore di realizzazione ritenuto più probabile ed il valore minimo l'ipotetico prezzo base d'asta*". Così, M. BINI, *La valutazione delle imprese in crisi: primi risultati del Gruppo di Lavoro OIV*, presentazione effettuata al Convegno Nazionale OIV, *La valutazione d'azienda alla luce del nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Milano, 3 giugno 2019, 40.

di beni destinati ad essere realizzati separatamente o a gruppi sul mercato. Inoltre, in questa prospettiva, viene meno la distinzione fra immobilizzazioni ed attivo circolante – poiché tutti i beni ed i crediti sono destinati al realizzo diretto sul mercato, nel più breve tempo possibile – e, tra l'altro, non sono più applicabili (salvo qualche eccezione) i principi generali indicati nell'art. 2423 *bis* c.c.¹⁹

In definitiva, il criterio di valutazione dell'azienda (e degli altri beni eventualmente venduti separatamente) non può essere il costo storico, ma il valore di realizzo per stralcio dei beni, mentre i crediti saranno considerati al valore di realizzo, al netto degli oneri ad esso diretti. Invece, le passività saranno valutate al valore di estinzione dei debiti (al lordo degli eventuali oneri necessari per l'estinzione).

Deve tuttavia sottolinearsi come, in caso di successo del piano di concordato in continuità diretta, i valori riferiti allo scenario liquidatorio non verranno mai – ovviamente – realizzati²⁰.

4.5. Il valore risultante dalla ristrutturazione.

Si è detto, altresì, di come il **valore di continuità** (*“le risorse ricavabili dalla prosecuzione dell'attività nel periodo del piano”*) sia fondamentale; esso è la grandezza da confrontare con quello di liquidazione al fine del calcolo del *“valore eccedente quello di liquidazione”*.

La sua valutazione non può prescindere dalla determinazione, in via prognostica, dei flussi di cassa che ragionevolmente (o meglio, che hanno una elevata probabilità di avveramento) potrebbero derivare dalla continuazione dell'esercizio dell'impresa, flussi di cassa netti e quindi dedotti i costi derivanti dallo svolgimento dell'attività produttiva, messi al servizio del creditore. Come si è ricordato, per far ciò appare evidente come

¹⁹ E, in particolare, il postulato della *“continuazione dell'attività dell'impresa”*. Per maggiori approfondimenti sul tema si rinvia a ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *Principio Contabile 5. Bilanci di liquidazione*, 10 ss.

²⁰ Infatti, *“nell'ipotesi fisiologica di omologazione ed esecuzione del concordato, lo scenario liquidazione giudiziale non si verifica, mentre 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”*. Così L. TRONCI, Il *“surplus”* concordatario: profili valutativi, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, 4, 659 ss.

l'impresa debba comunque disporre di assetti contabili adeguati (che forniscano i dovuti dettagli consuntivi e previsionali economici e finanziari) in grado di proporre una reale visione prospettica "*forward looking*"²¹.

In definitiva, il piano deve prevedere sia i dati, sia le migliori stime formulabili al momento della sua elaborazione; deve inoltre essere completo, considerato che tutte le informazioni significative debbono essere acquisite e adeguatamente riportate, nonché coerente, ovvero basarsi su un sistema di ipotesi logicamente connesse fra di loro²².

Inoltre, il piano dovrebbe pure considerare il lasso temporale tra il momento diagnostico e la fase attuativa, tenere conto degli effetti della gestione interinale che può risentire, anche in modo rilevante, della situazione di incertezza caratteristica del periodo considerato²³.

Nel caso in cui, come consentito dal legislatore, il fabbisogno concordatario provenisse non solo dai flussi di cassa, ma anche dalla vendita di beni non strategici, occorre determinare il maggior prezzo ricavabile dagli stessi rispetto al valore di realizzo. Ovviamente, qualora sia prevista la liquidazione di beni aziendali non

²¹ Il piano si fonda su dati previsionali che si caratterizzano per diversi gradi d'incertezza in ordine alla realizzazione. A tale proposito, sono importanti le definizioni contenute nel principio ISAE 3400 "*The Examination of Prospective Financial Information*" emesso dall'IFAC, che suddivide i dati previsionali in base al grado di oggettività e di incertezza degli elementi prospettici, distinguendoli tra "*forecasts*" e "*projections*". Con *forecast* può intendersi il termine "previsione", mentre *projection* può essere tradotto con "proiezione" o "previsione ipotetica". Questa distinzione è importante, in particolare con riferimento alle attività di verifica che debbono essere espletate al momento dell'attestazione del piano.

²² La coerenza costituisce un presupposto dell'attendibilità, la quale, a sua volta, presuppone che l'andamento ipotizzato delle variabili considerate sia ragionevole e dimostrabile.

²³ È opportuno che il piano preveda "*una scansione temporale in grado di consentire i) sino all'omologa, la vigilanza sull'amministrazione dei beni e sull'esercizio dell'impresa ai sensi di legge e ii) nella fase successiva dell'esecuzione, sino all'adempimento della proposta, il monitoraggio dell'adempimento. Si evidenzia come un piano che si caratterizzi per una scansione ravvicinata (ad esempio, mensile o trimestrale), quanto meno nella fase iniziale e fino all'omologa, consente una più agevole valutazione di eventuali scostamenti. Nella fase successiva all'omologa, sino al termine previsto per l'adempimento, la scansione può essere meno frequente (ad esempio, trimestrale o semestrale)*". Così, CNDCEC, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, 2017, 36, disponibile alla pagina web https://commercialisti.it/documents/20182/323701/Principi+Redazione+Piani+Risanamento_180212+3.0-2+NO+REV-2.pdf.

funzionali alla prosecuzione dell'attività, il piano deve indicare le modalità e i tempi previsti che dovranno essere coerenti con la proposta.

Per quanto il valore dell'azienda in continuità debba essere maggiore del valore di liquidazione in sede di votazione del piano, esso può variare rispetto a quanto approvato in sede di rendiconto dell'esecuzione del concordato. In tale ultima ipotesi, il "surplus" dovrà essere nuovamente quantificato, per la sua eventuale distribuzione con le regole meno stringenti – come visto – della *Relative Priority Rule*²⁴. Appare evidente l'importante ruolo dell'attestatore che, laddove sopravvalutasse il valore di continuità, potrebbe "favorire" l'impresa in crisi "illudendo" i creditori relativamente a (molto) potenziali distribuzioni di attivo²⁵.

In ogni caso, il piano dovrebbe essere in grado di far emergere le potenzialità inesprese: ovviamente, se l'impresa ha avuto risultati stabili nel tempo (ovvero i dati di partenza su cui il piano è elaborato) sarà più agevole addivenire a valutazioni prospettiche maggiormente attendibili²⁶.

Si è detto del valore economico quale criterio per la valutazione dell'azienda in continuità: tra le diverse opzioni, un (non semplice) metodo di valutazione delle imprese in crisi – da utilizzarsi per lo più in ipotesi di una limitata base informativa – è il *Discounted Economic Profit*, ove il capitale investito è integrato da una componente intangibile in grado di rappresentare la creazione di valore derivante dal *going concern*²⁷.

²⁴ Il piano – nel concordato in continuità aziendale – deve comunque contenere la proposta di una percentuale determinata e vincolante per i creditori, sebbene non sia prevista una soglia minima di soddisfacimento. Senza la proposta non sarebbe infatti possibile l'attestazione del medesimo piano, così come previsto dall'art. 87, comma 3, CCII. Sul tema, sebbene con riferimento alla previgente normativa, v. M. ARATO, *Il piano di concordato*, in *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, III, a cura di O. Cagnasso e L. Panzani, Torino, 2016, 3548 ss.

²⁵ Sul punto, con particolare riferimento agli aspetti problematici accennati, v. D. GALLETTI, *Regole di priorità e distribuzione del plusvalore concordatario: due passi indietro ed un'occasione importante perduta*, in www.ilfallimentarista.it, 6.4.2022.

²⁶ Secondo i PIV, par. III.1.27, l'esperto non dispone di un piano di fonte aziendale e si impegna direttamente nella previsione dei possibili flussi di risultati, sulla base degli elementi informativi disponibili, deve indicare con chiarezza la natura ipotetica delle elaborazioni svolte e precisare le ipotesi sulle quali queste sono basate, segnalando gli elementi di sostegno disponibili.

²⁷ Ovvero dal valore tecnico organizzativo o commerciale in grado di emergere proprio a seguito della continuazione diretta dell'attività imprenditoriale, non molto distante, quindi, quantomeno concettualmente, dal *surplus* richiamato dal CCII. La formula prevede che $V_e = COI_0 + \sum^n (Napt_t$

Nel modello valutativo proposto uno degli elementi più importanti e di difficile determinazione è certamente la componente immateriale; come è noto, infatti, quest'ultima non viene generalmente valutata in ipotesi di perdite derivanti da situazioni di crisi d'impresa, in considerazione del fatto che un valore positivo si giustifica – in situazioni di imprese *in bonis* – per i benefici dei flussi (positivi) economici e finanziari attesi in un prossimo futuro. Tuttavia, proprio l'*intangibile* di tipo tecnologico-organizzativo e commerciale può esprimere, in un contesto di crisi, la dimensione economica più importante e che, in un certo senso, sembrerebbe coincidere con parte del *surplus* richiamato all'art. 84, comma 6, CCII; peraltro, trattasi di valore destinato ad estinguersi in ipotesi di cessazione dell'attività, che quindi si vuole preservare con il piano di concordato in continuità²⁸.

I c.d. metodi di mercato possono fornire un'indicazione utile al fine di confronto con i valori determinati con l'impiego del metodo economico. Più nello specifico, il c.d. *market approach* fornisce un'indicazione del valore dell'azienda attraverso la comparazione con quello di altre simili o identiche; si richiede, tuttavia, che il mercato "proponga" indicazioni significative di prezzi recenti²⁹.

– $WACC \times COI_{t-1} (1 + WACC)^{-t} - D_0$, dove: V_e è il valore economico dell'azienda; COI_0 è il valore contabile del capitale investito operativo (capitale circolante netto e capitale fisso operativo, equivalenti sul alto delle fonti al PN contabile più la posizione finanziaria netta) al tempo 0 a cui sommare il più valore dell'*intangibile*; n è il periodo di durata della redditività sopra o sotto quanto sarebbe congruo rispetto al rischio dell'investimento; $Napt_t$ è il reddito operativo al netto delle imposte nell'anno t ; $WACC$ è il costo medio ponderato del capitale; D_0 è il valore dell'indebitamento finanziario al netto della liquidità disponibile al tempo 0. Così F. BAVAGNOLI-M. COMOLI, *La valutazione delle aziende in crisi*, in Aa.Vv., *Fallimento e crisi d'impresa*, Milano, 2019, 144. La formula richiamata integra la più generale formula nella quale non emerge l'*intangibile* che esprime il valore residuo di *going concern* proposta da T. KOLLER, M. GOEDHART, D. WESSELS, MCKINSEY & COMPANY, *Valuation Measuring and Managing the Value Of Companies*, New Jersey, 2010, 115 ss. Sul punto v. M. BINI, *Principi e formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza*, in *La Valutazione delle Aziende*, Milano, 2020, 3, 17 ss.; F. BAVAGNOLI, *Le valutazioni del capitale economico delle Piccole e Medie Imprese a fini di garanzia societaria nel quadro dei PIV*, Roma, 2020, 85 ss.

²⁸ Proprio per dette motivazioni l'*intangibile* determinato nel modello dovrebbe essere modificato secondo la logica esplicitata nel documento SIDREA/CNDCEC, ovvero da un *badwill* in grado di correggere il valore a seguito di una verifica di congruità. Cfr. F. BAVAGNOLI-M. COMOLI, *op. cit.*, 145; SIDREA/CNDCEC, *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*, 2016, 31.

²⁹ "Le valutazioni comparative di mercato concepiscono il valore del capitale dell'impresa in funzione dei prezzi, espressi dai mercati regolamentati ovvero in negoziazioni private, per quote di capitale dell'azienda

Infatti, sebbene nel piano in continuità diretta l'attività d'impresa sia svolta dal medesimo imprenditore, la configurazione determinata non dovrebbe differire eccessivamente da quella effettuata a valori economici: d'altro canto, la metodologia di mercato si basa su dati oggettivi, pertanto difficilmente confutabili³⁰.

Infine, si sottolinea che i moltiplicatori maggiormente utilizzati nella prassi sono due: i) per le valutazioni *asset side* l'*Enterprise Value/Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortisation* (EV/EBITDA) e ii) per le valutazioni *equity side* il *Price/Earnings* (P/E)³¹.

Ovviamente, per le imprese in crisi ogni configurazione di valore è resa più complicata sia dal fatto che non sempre le imprese "esaminate" sono sufficientemente

medesima o di aziende similari o comparabili. Esso richiede lo sviluppo di indicatori di valore, c.d. multipli, ottenuti rapportando il prezzo effettivo del capitale delle imprese scelte come riferimento (aziende comparabili o comparables) al valore di alcune quantità aziendali, e si fonda sull'ipotesi di applicabilità di tali rapporti anche all'impresa oggetto di valutazione". Così SIDREA/CNDCEC, Linee guida per la valutazione di aziende in crisi, 2016, 32. Sugli aspetti teorici dei multipli, in particolare in assenza di crescita dell'impresa, v. M. MASSARI-L. ZANETTI, Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, Milano, 2008, 241 ss.

³⁰ Al riguardo, è necessario che "le attività assunte quali benchmark dell'attività oggetto di valutazione presentino un grado accettabile di comparabilità, che i prezzi osservati per le attività di riferimento si formino in normali condizioni di mercato e che il mercato che rappresenta la fonte dei prezzi osservati esprima indicazioni coerenti con la configurazione di valore (standard of value) giudicata rilevante ai fini dello svolgimento dell'incarico". Cfr. ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *Principi Italiani di Valutazione (PIV)*, I, 16,2.

³¹ Le aziende possono essere pertanto valutate sia con riferimento al capitale netto (*equity side*), sia con riferimento al capitale operativo investito (*asset side*). In ogni caso, le due valutazioni si riferiscono ad una medesima realtà e debbono essere coerenti fra loro. Così, ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *Principi Italiani di Valutazione (PIV)*, III.1.15. In particolare, nella prospettiva *asset side* si stima il valore dell'*equity* in modo indiretto: la sua misura è pari al valore attuale dei flussi monetari e operativi attesi, scontati del costo medio ponderato del capitale (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*, che quindi andrebbe minimizzato). Sul punto, v. *ex plurimis*, A. DELL'ACQUA, *Debt Management*, Milano, 2017, 31 ss. Invece, secondo la prospettiva *equity side*, si stima il valore dell'*equity* in modo diretto, in considerazione da un lato dei flussi finanziari che spettano ai soli azionisti (FCF - *Free Cash Flow to Equity*) e, dall'altro, in considerazione del fatto che il tasso di attualizzazione dei flussi tiene conto solamente del costo del capitale proprio (ovvero del CAPM - *Capital Asset Pricing Model*). In questa logica, i flussi impiegati sono considerati *levered*, ovvero al netto degli effetti finanziari determinati dalle passività (ne consegue che essi sono destinati ai soli azionisti, posto che i finanziatori sono già stati remunerati). Ad ogni modo, con riferimento soprattutto ai moltiplicatori da utilizzarsi per le valutazioni aziendali, si rinvia alle note posizioni di A. DAMODARAN, *The Dark Side of Valuation, Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, London, 2010; M. VULPIANI, *Special cases of business valuation*, New York, 2014.

comparabili con altre, sia dalla circostanza che i risultati negativi presenti nei bilanci non sempre consentono una stima coerente in grado di far emergere i valori prospettici, in particolare laddove le valutazioni siano svolte con approccio *equity side*.

5. I controlli in sede di omologazione.

La disciplina relativa ai controlli sul concordato in continuità è collocata in varie norme, alcune dedicate al contenuto del piano e della proposta, altre all'omologazione da parte del Tribunale. Alcune regole hanno una portata generale riguardando gli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, altre concernano il concordato, altre ancora il concordato in continuità ed infine il solo concordato in continuità con assegnazione di valore ai soci. A parte si collocano le disposizioni relative alla crisi di gruppo.

Il secondo comma dell'art. 7 CCII prevede che, nel caso di proposizione di più domande, il Tribunale esamina in via prioritaria quella diretta a regolare la crisi o l'insolvenza con strumenti diversi dalla liquidazione giudiziale o dalla liquidazione controllata a condizione che, tra l'altro, il piano non sia manifestamente inadeguato a raggiungere gli obiettivi prefissati e che nella proposta siano espressamente indicate la convenienza per i creditori o, in caso di concordato in continuità aziendale, le ragioni dell'assenza di pregiudizio per i creditori.

Si tratta di una norma collocata nel capo dedicato ai principi generali e precisamente nella sezione relativa ai principi di carattere processuale.

La fattispecie presa in considerazione, come risulta dal disposto ora richiamato, concerne il concorso di domande e la regola della priorità nell'esame da parte del Tribunale di quella diversa dall'applicazione degli strumenti liquidatori.

E' una disposizione che rappresenta una conseguenza della delineazione di un procedimento unitario.

La priorità è condizionata, per tutti gli strumenti, dalla verifica della non inadeguatezza del piano a raggiungere gli obiettivi, nonché dall'indicazione nella

proposta della convenienza per i creditori e, con una disposizione dettata per il concordato in continuità aziendale, dell'assenza delle ragioni di pregiudizio.

Nell'ambito della disciplina del concordato preventivo l'art. 84 CCII ne delinea le finalità e le tipologie. In particolare, come si è già osservato, il sesto comma stabilisce che nel concordato in continuità aziendale il valore di liquidazione è distribuito nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione; 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.

Pertanto, con riferimento al concordato in continuità aziendale, il valore di liquidazione deve essere distribuito secondo la regola della priorità assoluta, quello eccedente secondo la regola della priorità relativa. Quest'ultima non vale, ai sensi del settimo comma dell'art. 84 CCII, per i crediti assistiti dal privilegio di cui all'art. 2751 *bis*, n. 1, e cioè i crediti dei lavoratori subordinati, per i quali si applica il regime di priorità assoluta sia sul valore di liquidazione, sia su quello eccedente.

Il contenuto del piano di concordato è delineato dall'art. 87 CCII. Ai sensi del primo comma, lett. c) il piano deve contenere l'indicazione del valore di liquidazione del patrimonio alla data della domanda di concordato in ipotesi di liquidazione giudiziale. Il secondo comma prevede che nella domanda il debitore indichi le ragioni per cui la proposta concordataria è preferibile rispetto alla liquidazione giudiziale. Il terzo comma disciplina la relazione di attestazione che, nel caso di concordato in continuità aziendale, deve attestare che il piano è 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.

Come risulta dalle disposizioni richiamate, in caso di pluralità di domande, il Tribunale deve effettuare una verifica di non manifesta inadeguatezza del piano e di

convenienza per i creditori. Con riferimento al concordato, dal piano deve risultare il valore di liquidazione e dalla domanda le ragioni di preferenza rispetto alla liquidazione giudiziale. Nel caso di concordato in continuità aziendale devono risultare dal piano il valore di liquidazione e quello eccedente, nonché l'applicazione delle regole della priorità assoluta per il primo e di quella relativa per il secondo.

L'art. 112 CCII nell'ambito della disciplina del concordato e l'art. 120 *quater* CCII nel contesto più generale degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza regolano il controllo da parte del Tribunale in sede di omologazione.

La disciplina del giudizio di omologazione del concordato preventivo è contenuta nell'art. 112 CCII. La norma, nel primo comma, elenca le verifiche che il Tribunale deve effettuare ai fini dell'omologa: tra queste la valutazione della fattibilità del piano, intesa come non manifesta inettitudine a raggiungere gli obiettivi prefissati. La norma si pone sostanzialmente in continuità con quanto stabilito dalla nota sentenza a Sezioni Unite del 23 gennaio 2013, n. 1521, che fa riferimento alla fattibilità giuridica ed alla fattibilità economica riferita al caso in cui il piano si riveli manifestamente inidoneo. E' altresì coerente con quanto previsto dall'art. 7, comma 2, CCII, sopra richiamato, là dove si prescrive che il Tribunale verifichi che il piano non sia manifestamente inadeguato a raggiungere gli obiettivi prefissati.

Con specifico riguardo al concordato in continuità aziendale la lettera f) del primo comma dell'art. 112 CCII prevede, tra l'altro, che il Tribunale verifichi che il piano non sia privo di ragionevoli prospettive di impedire o superare l'insolvenza. Stando alla lettera del dato normativo, il controllo del Tribunale, in caso di concordato in continuità, appare più penetrante non limitandosi all'assenza di manifesta inettitudine, ma estendendosi alla mancanza di ragionevoli prospettive.

Il secondo comma dell'art. 112 CCII indica le condizioni che consentono l'omologazione del concordato in continuità, pur in presenza di uno o più classi dissenzienti. In particolare, debbono essere rispettate le regole della priorità assoluta con

riferimento alla distribuzione del valore di liquidazione e della priorità relativa con riferimento alla distribuzione del valore eccedente quello di liquidazione.

Il terzo comma prende in considerazione l'opposizione di un creditore dissenziente avente per oggetto il difetto di convenienza, intesa come trattamento deteriore rispetto a quello conseguibile mediante la liquidazione giudiziale: in tal caso il Tribunale omologa il concordato quando, secondo la proposta e il piano, il credito risulta soddisfatto in misura non inferiore rispetto alla liquidazione giudiziale.

Si tratta di un test non sempre agevole che prende in considerazione la soddisfazione del creditore opponente derivante dall'esecuzione del concordato e confrontandola con quella ipotetica derivante dalla sottoposizione della società a liquidazione giudiziale.

Il comma successivo, sempre in caso di opposizione proposta da un creditore dissenziente, delinea le ipotesi in cui il Tribunale può disporre la stima del complesso aziendale: si tratta di opposizione in cui viene eccepita la violazione della convenienza oppure il mancato rispetto delle condizioni di ristrutturazione trasversale. In questa ipotesi il Tribunale deve procedere ad una verifica attraverso la stima del complesso aziendale del debitore.

L'art. 120 *quater* CCII completa tale disciplina per il caso di omologazione del concordato con attribuzione ai soci. Infatti, in sede di omologazione, il Tribunale ha il compito, per nulla agevole, in presenza di classi dissenzienti, di verificare se è stata applicata la regola della priorità relativa nel caso in cui il valore risultante dalla ristrutturazione sia riservato anche ai soci: deve valutare *“se il trattamento proposto a ciascuna delle classi dissenzienti sarebbe almeno altrettanto favorevole rispetto a quello proposto alle classi nel medesimo rango e più favorevole di quello proposto alle classi di rango inferiore, anche se a tali classi venisse destinato il valore complessivamente riservato ai soci; se non vi sono classi di creditori di rango pari o inferiore a quella dissenziente, il concordato può esser omologato solo quando il valore destinato al soddisfacimento dei creditori appartenete alla classe dissenziente è superiore a quello complessivamente riservato ai soci”*.

Quest'ultimo, come si è già ricordato, è il valore delle loro partecipazioni conseguente all'omologazione (dedotto quello eventualmente apportato in forma di conferimenti o diversamente a fondo perduto).

L'art. 285 CCII in tema di concordato di gruppo, al quarto comma, prevede che in caso di opposizione il Tribunale omologa il concordato qualora ritenga, sulla base di una valutazione complessiva del piano o dei piani collegati e tenuto conto dei vantaggi compensativi derivanti alle singole imprese del gruppo, che i creditori possano essere soddisfatti in misura non inferiore a quanto ricaverebbero dalla liquidazione giudiziale della singola impresa. In tal caso il Tribunale - così dispone il quarto comma *bis* - omologa il concordato applicando le regole sopra illustrate contenute nell'art. 112 CCII.

Con riferimento al concordato in genere, il Tribunale deve effettuare una valutazione in ordine alla fattibilità del piano di non manifesta inettitudine, mentre nel caso di concordato in continuità della presenza di ragionevoli prospettive. Tali valutazioni mi pare che richiedano anche una verifica della non manifesta irragionevolezza dei valori di liquidazione e del *surplus* concordatario

Si tratta, si ripete, di una verifica più penetrante nel caso di concordato in continuità. Al fine di valutare la non manifesta inidoneità e anzi la presenza di ragionevoli prospettive di impedire o superare l'insolvenza o la crisi, il Tribunale deve, nel caso di concordato in continuità, necessariamente prendere in considerazione, oltre il valore di liquidazione, il *surplus* da continuazione. Si tratta ovviamente di "numeri" fondamentali per verificare le prospettive del piano. Come pure sono fondamentali, nel caso di classi dissenzienti, per la verifica della corretta applicazione dei principi di priorità assoluta e relativa.

Nel considerare tali dati, il Tribunale dovrà esaminare i criteri utilizzati nel piano e nella relazione di attestazione per pervenire ad essi. Si tratta, come si è osservato, per quanto concerne il *surplus* da concordato di valutazioni prognostiche e quindi con un largo margine di discrezionalità; ma la correttezza e la completezza dell'*iter* logico

seguito non può sfuggire ad un controllo, sia pure limitato alla presenza di ragionevoli prospettive.

Il discorso pare ancora più articolato nel caso in cui il creditore dissenziente contesti i dati, il metodo e le valutazioni contenute nel piano e recepite dall'attestatore diretti a quantificare il plusvalore da continuazione. In tal caso lo stesso legislatore prevede il ricorso alla stima del complesso aziendale. Complessità ovviamente ancora maggiore si presenta nel caso di concordato di gruppo.

Come è stato osservato, *“può accadere che la classe o le classi di creditori dissenzienti non siano quelle di ultimo rango e che, quindi, ve ne siano uno o più di rango inferiore, le quali abbiano invece dato il loro assenso alla proposta di concordato. In tal caso il Tribunale dovrà innanzitutto procedere ad una valutazione ipotetica per verificare se, qualora il valore complessivamente riservato ai soci fosse invece attribuito alle classi (assenzienti) di creditori di rango inferiore, costoro comunque non riceverebbero un trattamento migliore di quello goduto dai creditori della classe o delle classi dissenzienti di rango superiore”* *“valutazioni tutte, queste, di certo non semplici: sia perché implicano una ricostruzione largamente ipotetica su quale potrà essere il valore risultante da una ristrutturazione aziendale, che, al momento dell'omologazione del concordato, è presumibilmente ancora da compiere o da completare, sia perché la soddisfazione dell'interesse patrimoniale dei soci e di quello dei creditori si realizza in modi diversi e il descritto meccanismo legale rischia perciò di porre in comparazione grandezze non omogenee”*³².

³² R. RORDORF, *I soci di società in crisi*, cit., p. 1144.