

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

EUSTACHIO CARDINALE
PROFESSORE ASSOCIATO DI DIRITTO COMMERCIALE

Le misure e le valutazioni negli strumenti di regolazione della crisi

Sommario: Premessa. 1. Il tema. - 2. Alcune *coordinate* sulla rilevanza *matematica* (algoritmica?) delle soluzioni negoziate della crisi: a) uno sguardo d'insieme. - 3. L'alternativa tra liquidazione giudiziale e soluzione negoziata in *continuità aziendale*: i termini della valutazione comparativa. - 4. I metodi di valutazione adottati nella scienza aziendalistica: la misurazione dei rischi. - 5. I processi valutativi nella determinazione della *convenienza* della *continuità aziendale* rispetto all'alternativa liquidatoria: ancora sull'accertamento degli *assetti organizzativi adeguati* nelle soluzioni negoziate. - 6. Una prima conclusione. L'individuazione dei rischi la loro ponderazione e la valutazione comparativa: il ruolo dell'attestatore. 7. La *variabile* soggettiva: il ruolo dei creditori nelle soluzioni negoziate tra *razionalità* della volontà espressa e potere del Giudice.

Premessa.

In un recente film diretto da Bill Condon dal titolo *S. Holmes - Il mistero del caso irrisolto*, il regista si cimenta con il famoso investigatore ormai molto anziano e ritiratosi da tempo dalla sua attività in una casa nel Sussex ma che per scherzo del destino è (ancora) alle prese con due casi, il primo appartenente al suo passato, il secondo al suo presente.

E' noto che le soluzioni divise dal personaggio di Conan Doyle esaltano l'uso straordinario della logica investigativa, tuttavia in questo film l'utilizzo della logica se contribuisce a risolvere il caso del passato in realtà denuncia tutti i limiti che ciò comporta e cioè il rischio di una visione miope dell'essere umano nella sua dimensione affettivo/emotiva (la donna che ritiene di aver salvato muore suicida), tant'è che tale lezione sarà utile per salvare la vita ad un bambino (a cui si affeziona) poiché unisce la logica alle umane fragilità perché se ne rispetti l'equilibrio.

Orbene, il tema che oggi mi accingo a trattare certamente non evoca il tema paolino delle fragilità umane ma certamente mette a dura prova (seppure nel limitato territorio delle procedure negoziate per la soluzione della crisi/insolvenza dell'imprenditore) il rapporto tra logica vuoi

giuridica, vuoi matematica ed equilibri complessivi del sistema economico-sociale e giuridico.

1. *Il tema.*

L'intero apparato normativo che disciplina gli strumenti di regolazione della crisi oggi innovato dal Codice della Crisi dell'Impresa e dell'Insolvenza si fonda su valutazioni comparative di carattere quali/quantitativo tra gli effetti di quanto prospettato nella proposta di superamento della crisi/insolvenza e quelli altrettanto prospettati in esito ad un'eventuale apertura della liquidazione giudiziale con liquidazione atomistica del patrimonio del debitore decotto (art. 84, comma 1 CCII).

Appartiene ormai alla convinzione comune che le discipline che regolano le soluzioni della crisi dell'impresa indicano quale obiettivo fondamentale la preservazione della *continuità aziendale*, espressione che deve estendersi al *patrimonio aziendale* e ciò indipendentemente da chi sia il *proprietario*; la soddisfazione dei creditori, pertanto, non appare confinata al solo ripristino dell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria, ma comprende interessi che si riportano alla relazione economica con il debitore e di qui all'incidenza che ha tale rapporto con il mercato di riferimento del creditore e sull'economia complessiva dello stesso¹. Mi sembra che ciò sia confermato, al di là di quanto emerge dal sistema normativo che regola le soluzioni negoziate della crisi, dalla stessa lettera dell'art. 84, comma 3, nel momento in cui si afferma che "*La proposta di concordato prevede per ciascun creditore un'utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile, che può consistere anche nella prosecuzione o rinnovazione di rapporti contrattuali con il debitore o con il suo avente causa*". Il nuovo comma 5-bis dell'art. 53 evoca, al fine di confermare la sentenza di omologa anche in caso di accoglimento del reclamo proposto dal creditore all'omologazione del concordato preventivo, un *interesse generale dei creditori e dei lavoratori* prevalente rispetto al pregiudizio subito dal reclamante. E' evidente che in tal caso gli elementi di comparazione esulano l'aspetto quantitativo dell'adempimento dell'obbligazione concordataria².

E' altresì rilevante constatare l'esistenza di una presunzione "*iuris tantum*", in base alla quale la preservazione del *patrimonio aziendale* troverà

¹ Cfr. L. BOLAFFIO, *Il concordato preventivo. Secondo le sue tre leggi disciplinatrici*, Torino, 1932, p. 2 e ss.

² Quanto meno la determinazione quantitativa deve comprendere, con debite metriche, gli effetti che possa produrre la liquidazione giudiziale su tali interessi.

di regola nella capacità dell'imprenditore/debitore un valore aggiunto, specie se la *complessità dei beni* è caratterizzata da specifici e infungibili assetti organizzativi e *know how* frutto della sua esperienza (cfr. in particolare Considerando n. 16 della Direttiva *Insolvency*)³.

La liquidazione giudiziale appare, pertanto, sempre più una soluzione che milita a tutelare i creditori ed altresì gli interessi socialmente rilevanti attraverso lo *spossamento* dell'imprenditore; tuttavia, la preservazione dell'*azienda*, delle sue componenti *intangibles* nonché delle tutele ambientali (oggi espressamente richiamate dall'art. 87, lett. f) e sociali nella liquidazione giudiziale sono legate agli esiti dell'istruttoria *prefallimentare* di cui all'art. 41 CCII ovvero del nominato Curatore perché possa esser attivato l'*esercizio provvisorio* regolato dall'art. 211⁴.

L'art. 3 del CCII determina una specifica responsabilità dell'imprenditore di valutare lo stadio della crisi al fine di adottare la soluzione più efficace per superarla. E nell'ipotesi in cui versi in una condizione di squilibrio patrimoniale, economico e finanziario che non possa essere superato senza l'adozione dei rimedi *protettivi* predisposti nelle *soluzioni* divise dal Codice della Crisi, l'esame appare non di facile immediatezza quando la comparazione riguardi la continuità aziendale, poiché l'elemento che consente di elaborare proposte *non ablativo* deve superare il vaglio della maggiore convenienza dei vantaggi maturati dalla continuità diretta rispetto al valore *aziendale* che possa conservarsi all'apertura della liquidazione giudiziale.

Orbene, l'evidente richiamo a formule adottate dalle scienze aziendalistiche evoca strumenti di misurazione dei valori, identificando algoritmi, funzioni matematiche fondate su *variabili* che tuttavia impongono un vaglio di *ragionevolezza* dei rischi connessi alla continuità,

³ Tale orientamento appare definitivamente abbandonare la valutazione esclusivamente soggettivistica dell'insolvenza per cui "Il commercio vive di esattezza e di puntualità; il commerciante che non fa onore ai suoi impegni manca ai suoi doveri commerciali. Ammettere la sospensione dei pagamenti egli è fare un passo retrogrado sino all'ordinanza del 1673, egli è creare uno stato di fallimento senza spogliare il fallito dell'amministrazione dei suoi beni, egli è aprir le porte a tutte le frodi. La legge non si preoccupa se un commerciante sia solvibile, ma s'egli fa fronte o no regolarmente ai suoi impegni;...." Così S. CASTAGNOLA, *Introduzione al commento al nuovo Codice di Commercio*, Torino, 1892, p. 178

⁴ In attesa degli esiti della proposta di Direttiva della Commissione Europea del 7 dicembre 2022 che introduce una formula di liquidazione del patrimonio dell'imprenditore insolvente con la c.d. procedura *pre-pack*

rispetto a quelli dell'inevitabile soluzione di continuità gestoria imposta dallo *spossessamento*. L'indagine si sofferma sulla capacità di tali strumenti valutativi (anche alla luce di quanto elaborato dall'OIV) di fornire *certezze* in ordine agli esiti della descritta valutazione comparativa, specie se l'equazione si arricchisce di obiettivi di carattere socialmente rilevante quale quelli occupazionali ovvero ambientali (si pensi alla novella apportata dal d.lgs n. 83/2022 all'art. 87 CCII).

La preservazione dell'azienda impone altresì di evocare (anche in questo caso) la rilevanza degli assetti organizzativi identificati dall'imprenditore in crisi che debbano supportare le soluzioni della *continuità* diretta; andrà pertanto valutato l'impatto su tali assetti del mutamento soggettivo dell'amministrazione del patrimonio in capo al Curatore della liquidazione giudiziale.

L'indagine, pertanto, si sofferma sulle responsabilità (e i conflitti) derivanti dalle *valutazioni*, dal momento che oltre che dall'imprenditore, lo spazio di verifica di tali valutazioni è occupato dall'attestatore e incide sul sindacato del Giudice (anche attraverso il ricorso al CTU).

Ma andiamo per gradi.

2. *Alcune coordinate sulla rilevanza matematica (algoritmica?) delle soluzioni negoziate della crisi: a) uno sguardo d'insieme.*

L'art. 12, comma 1, riferisce che *L'imprenditore commerciale e agricolo può chiedere la nomina di un esperto al segretario generale della camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura nel cui ambito territoriale si trova la sede legale dell'impresa, quando si trova in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza e risulta ragionevolmente perseguibile il risanamento dell'impresa*; pertanto il legislatore fa proprio il lessico ed i concetti tipicamente aziendalistici, indicando uno stato di *pre-crisi*, uno di *crisi* e poi di *insolvenza*, tutti legati ai livelli di squilibrio patrimoniale, economico e/o finanziario in cui versa l'imprenditore. Ne consegue quindi che la scelta di ogni soluzione negoziata si pone come conseguenza del risultato della risoluzione di un'equazione (così mi pare confermato dal c.d. test pratico della composizione negoziata) nella quale occorre individuare i pesi delle variabili (che, per vero, non appaiono neppure chiaramente identificate).

Affrontare, in questa chiave, il rapporto tra la nozione di *crisi* e di *insolvenza* non appare peregrino nella misura in cui, alla luce dell'art. 2,

comma 1, lett. a), il passaggio dall'una all'altra situazione giuridicamente rilevante in cui versa l'impresa è il riflesso dell'incremento della probabilità che il debitore non sia più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni (lett. b); così argomentando, appare proprio che la progressività del rischio di insolvenza dipenda da qualità e debita ponderazione delle variabili legate all'equazione dell'equilibrio (patrimoniale, finanziario e/o economico) dell'impresa. Ciò potrebbe contribuire a individuare le effettive caratteristiche per giungere a tale distinzione poiché, come noto, il presupposto per l'accesso alle soluzioni negoziate della crisi è indistintamente l'una e l'altra condizione ossia la crisi e l'insolvenza. Ne consegue che in punto di *presupposto* per l'accesso alla procedura negoziata il contenuto (*id est* il livello quali/quantitativo) dello stato di *crisi* o dello stato di *insolvenza* può apparire diverso in base alle variabili su cui il debitore agisce per il superamento dello squilibrio patrimoniale, economico e/o finanziario. E' evidente che il dinamismo delle relazioni economiche incide anche sulla condizione di alcune variabili: ad esempio, la percentuale del mercato di riferimento dell'imprenditore/debitore, in assenza di tempestivi interventi può scemare con ritmi incalzanti e vanificare (anche solo in punto di valutazione aziendale) una soluzione ancorata alla *continuità diretta* o *indiretta* (si pensi alla variabile *temporale* degli effetti delle soluzioni proposte).

Anche l'*insolvenza* appare una formula che contiene qualità e ponderazione di variabili che possono e non necessariamente devono condurre alla liquidazione giudiziale ma anche ad una soluzione negoziata, poiché è concesso al debitore di aggiungere (algebricamente) variabili che possano consentire vuoi un'attività liquidatoria diretta dallo stesso debitore, vuoi la prosecuzione dell'attività da parte dello stesso debitore (art. 56 comma 1).

La natura delle variabili incide altresì sulla disciplina applicabile alle soluzioni liquidatorie a seconda che l'attività di cessione riguardi tutta o parte dell'azienda del debitore (c.d. *continuità indiretta*) ovvero di cessione atomistica ovvero in blocchi di attività (concordato liquidatorio). Prova ne è altresì la citata proposta di Direttiva della Commissione Europea del 7 dicembre 2022.

Ogni soluzione, tuttavia, deve tener conto dell'obiettivo della migliore soddisfazione dei creditori e della *conservazione dei valori aziendali*

(art. 47, comma 1, lett. b) ma v. anche art. 53, comma 5-bis,)). Ma sul punto si dirà meglio *infra*.

La liquidazione giudiziale, come altresì si argomenterà, si pone come soluzione residuale nella misura in cui le variabili che incidono sull'incapacità dell'imprenditore di *adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni* appaiono consolidate e immodificabili e, soprattutto, quando l'alternativa proposta dal debitore manifesti un livello di rischio di dispersione del valore maggiore di quanto possa avvenire *naturaliter* nella procedura concorsuale ablativa per eccellenza (si pensi agli effetti dell'apertura della liquidazione giudiziale sui contratti pendenti alla luce di eventuali specifiche previsioni negoziali ovvero delle previsioni di cui agli artt. 172 e ss).

In ogni caso, tale valutazione comparativa si fonda sempre ed in ogni caso su elementi prognostici fondati su tempi e modalità di liquidazione astrattamente valutabili al momento del rigetto della proposta negoziata e della sentenza di apertura della liquidazione giudiziale (v. art. 209). Si tengono fuori, ovviamente, le soluzioni proposte che si fondano su dati di partenza falsi o essenzialmente mancanti.

3. *L'alternativa tra liquidazione giudiziale e soluzione negoziata in continuità aziendale: i termini della valutazione comparativa..*

La *continuità aziendale*⁵ adottata come *strumento* della soluzione della crisi/insolvenza dell'impresa è considerata dal Legislatore in una triplice valenza:

a) la prima come complesso di caratteristiche del patrimonio del debitore che, in ragione della prosecuzione dell'attività, consentono di aggiungere valore agli elementi delle attività patrimoniali singolarmente liquidabili del debitore;

b) la seconda come capacità dell'imprenditore di produrre flussi finanziari attraverso la prosecuzione (anche parziale) dell'attività d'impresa per destinarne una parte all'adempimento del debito così come indicato in proposta;

c) la terza accezione appare legata alla conservazione della potenzialità del *complesso dei beni* di raggiungere una valutazione maggiore

⁵ Mi sia consentito in questa sede non affrontare la pluralità di significati che tale espressione assume in ogni circostanza nella quale il Legislatore (evidentemente in carenza di lessico) adotta tale espressione, si pensi all'art. 2423-bis, n. 1, art. 2086 c.c., etc..

rispetto alla mera sommatoria del valore dei singoli cespiti liquidabili, seppure sia temporaneamente sospesa l'attività dell'impresa (è il caso di strutture industriali costruite per un determinato processo produttivo, ivi compresi i contratti di lavoro che ne garantiscono l'efficienza del funzionamento).

Le tre accezioni appaiono porsi in modo alternativo, soprattutto quando si impone la scelta rispetto all'alternativa liquidatoria giudiziale nel momento in cui la stessa valutazione comparativa debba tener conto (a parità di condizioni?) dell'impatto sull'occupazione e delle tutele ambientali.

Mi spiego.

L'attuale disciplina della composizione del piano del concordato preventivo in *continuità aziendale ove sia prevista la prosecuzione dell'attività d'impresa in forma diretta* impone che si tenga conto dei costi necessari per assicurare il rispetto della normativa in materia di sicurezza sul lavoro e di tutela ambientale. In altri termini, se per un verso impone oneri di trasparenza rispetto all'effettiva incidenza sugli equilibri economici prospettici e quindi finanziari degli oneri per il puntuale adempimento degli obblighi che presidiano tali tutele (ivi compresi i potenziali danni già arrecati?); per altro verso segna (e come non potrebbe) un ulteriore parametro di valutazione comparativa rispetto all'alternativa della liquidazione giudiziale, in ordine alla destinazione dell'eventuale attivo *fallimentare* anche in previsione dei rischi derivanti da danni maturati dalla violazione di tali obblighi a partire dalla data dell'apertura della liquidazione giudiziale.

Ciò qualifica l'effettiva capacità del piano concordatario di conservare il valore dell'azienda, nella misura in cui gli effetti dell'apertura della liquidazione giudiziale producono rischi maggiori per la tutela dei creditori.

E' evidente che l'eventuale proposta concordataria per la cessione dell'azienda ai sensi dell'art. 84, comma 9, impone esattamente il confronto tra il valore del corrispettivo promesso dal terzo e il valore astrattamente realizzabile nella procedura di liquidazione giudiziale, ma altresì alla luce altresì della capacità del piano *di cessione* di preservare i posti di lavoro e che trasferisca integralmente al cessionario ogni onere derivante dagli adempimenti delle tutele ambientali (anche risarcitorie). Mentre, si imporrebbe l'analisi della capacità del debitore di preservare il valore

aziendale nell'ipotesi di proposta concordataria con cessione dell'azienda, ma con l'attivazione delle procedure di cui all'art. 84, comma 8 CCII rispetto a quanto sortirebbe la procedura di liquidazione giudiziale⁶.

Appare già intuitivo rilevare come la valutazione comparativa avverrebbe tra valori di origine diversa, nella misura in cui si andrebbero a contrapporre, da un lato, la misura dell'adempimento dei debiti attraverso i flussi finanziari necessari per l'adempimento della proposta generati dalla prosecuzione dell'attività dell'imprenditore, e dall'altro il valore potenzialmente realizzabile dalla cessione atomistica del patrimonio del debitore alla luce altresì dei citati interessi sociali e ambientali.

4. I metodi di valutazione adottati nella scienza aziendalistica: la misurazione dei rischi.

Ogni attività valutativa del valore di un complesso aziendale che voglia valorizzare elementi prospettici riferiti alla capacità di generare flussi reddituali e quindi finanziari necessita di un vero e proprio piano che parta da ipotesi di base e dalle migliori stime. Generalmente tale piano è redatto dal *management* di un'azienda in funzionamento, al fine di meglio introdurre stime di investimento che mirano ad ottenere un determinato risultato prospettico (cfr. Principio n. III.1.36 dei Principi di Valutazione 2015 a cura di OIV d'ora in poi PIV).

Orbene, nella pur amplissima letteratura aziendalistica sulle valutazioni di azienda non emerge uno studio specifico che ambienti l'attività valutativa dell'azienda all'interno di una procedura concorsuale⁷,

⁶ Ovviamente, nel presente scritto non si tiene in alcun conto il tema della rilevanza della responsabilità degli amministratori per quanto attiene all'accrescimento del valore disponibile per i creditori in esito alle azioni risarcitorie, qualora non siano indicate dal ricorrente e, invece, evidenziate dal commissario del concordato

⁷ Le teorie e i modelli applicati alla misurazione del *valore dell'impresa* appaiono rilevanti in quattro ambiti operativi:

1. *L'ambito delle garanzie societarie*, con particolare riferimento alla tutela dei soci minoritari e degli *stakeholders* privi di potere diretto di controllo, specie nelle operazioni cc.dd. di "finanza straordinaria";
2. *L'ambito delle strategie di sviluppo, di integrazione e di ristrutturazione;*
3. *L'ambito della formazione del bilancio;*
4. *L'ambito delle stime delle performance periodiche delle imprese.*

Nell'ambito della ristrutturazione finanziaria il tema è studiato principalmente all'entrata o meno di nuovi soggetti economici apportatori di nuova finanza (si pensi al *leverage buy out*, *management buy-out* e il *turnaround*). (Cfr. L. GUATRI- M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 2009; A. DAMODARAN, *Valutazione delle aziende*, Apogeo Education-Maggioli Editore, 2014; MORO VISCONTI R., *Augmented Corporate Valuation From*

in particolar modo con riferimento alla misura della capacità della proposta concordataria di preservarne il valore più di quanto avverrebbe nella situazione giuridica segnata dall'apertura della liquidazione giudiziale; invero, i Principi Italiani di Valutazione affermano con forza la sostanziale differenza che corre tra una liquidazione del patrimonio in cui il venditore è *costretto* a vendere e quella in cui non vi sia alcuna forma di coercizione. Tale differenza appare rilevante ai fini del tempo nel quale il venditore deve vendere, incidendo tale circostanza sul valore. In ogni caso, i PIV si riferiscono esclusivamente alla liquidazione del patrimonio in blocco *non operativo*. (cfr. par. III. 6.5 PIV).

Mi sembra che il, per vero complesso, strumentario valutativo debba necessariamente *piegarsi* allo specifico contesto, quindi alla base informative di partenza ed in particolare alla specifica declinazione delle ipotesi (*assumptions*)⁸ che devono guidare il valutatore nella scelta del criterio valutativo adeguato, oltre che lo specifico obiettivo che si intenda raggiungere con l'attività valutativa. Mi sembra che in tal caso lo scopo della valutazione sia quello di raggiungere un valore realizzabile sul mercato⁹. I fattori di rischio nella costruzione delle valutazioni sono definiti da rettifiche da applicare ad una stima di valore ottenuta sulla base delle metodiche selezionate, per tradurla in un prezzo fattibile, cioè per accostarla al valore di mercato (cfr. par. 1.18.1 ed in particolare 1.18.4 PIV nel caso specifico della liquidazione forzata).

In particolare emerge la rilevanza del tasso di sconto o di attualizzazione, che hanno la funzione di trasformare i flussi di cassa (*cash flow*) esigibili a date future in un importo, il valore attuale, esigibile alla data di valutazione. Il tasso di sconto, pertanto, sarà influenzato dall'esposizione a rischio dei flussi di cassa di quella specifica attività in un determinato contesto e confrontato con un tasso privo di rischio pur coerente con la situazione corrente del mercato finanziario (*c.d. market consistent*) alla data della valutazione. E' evidente che il fattore di rischio dei flussi finanziari incide sulla rilevanza del costo de tempo, ne consegue che la remunerazione monetaria del rischio relativo ai flussi (*price of risk*) deve essere in grado di

Digital Networking to ESG Compliance, Palgrave macmillan, 2022; ABRUDAN L.-MATEI M.-ABRUDDAN M., *New tools available to managers in the corporate valuation process*, in *13th International Management Conference*, 2019.

⁸ Cfr. paragrafi da 1.5 in poi dei PIV.

⁹ E' evidente che non può non incidere sulla valutazione anche lo specifico mercato, quello delle aste giudiziarie, a cui è destinata l'azienda nella valutazione comparativa.

abbattere la remunerazione monetaria del tempo (*price of time*). I metodi per incorporare il *price of risk* giungono a integrare *algebricamente* il tasso di attualizzazione dell'equivalente senza rischio al fine di raggiungere un valore prossimo a quello di mercato della specifica entità valutata.

Non mi sembra il caso di soffermare l'attenzione sulle modalità più diffuse per la determinazione del tasso di valutazione o c.d. tasso aggiustato per il rischio, quale è ad esempio il CAPM che conduce alla equazione della *Security Market Line* che individua nel fattore β la misura del rischio sistematico che caratterizza il *cash flow* da valutare.

Merita, tuttavia, considerare due ulteriori aspetti dell'attività valutativa; il primo riguarda la circostanza che l'azienda da valutare, nella prospettiva dei flussi finanziari attesi, comprende ogni ricavo ed ogni costo atteso (compresi quelli ambientali e relativi alla tutela della sicurezza sul lavoro), ogni fabbisogno finanziario e la relativa copertura (così come prescritto anche dall'art. 87, lett. f)), quindi alla luce altresì del probabile sviluppo dell'impresa. Il secondo aspetto riguarda la determinazione dei fattori di rischio legati ai flussi finanziari che *aggiustano* il fattore di sconto dei flussi per la determinazione del valore attuale. La ponderazione di tali rischi presuppone la loro individuazione tramite stringenti analisi del mercato di riferimento e della sua probabile evoluzione, delle criticità degli assetti organizzativi dell'impresa.

I metodi di valutazione adottabili proprio in esito a tale prima analisi sono generalmente ricondotti a tre tipologie: quello patrimoniale, reddituale (con la variante del metodo che esplicita la creazione di valore) e finanziario.

I metodi di valutazione di tipo patrimoniale sono considerati accettabili ai fini delle valutazioni legali solo quando le prospettive reddituali dell'azienda o del ramo in esame indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio o operativo) in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio. Pertanto, l'accertamento della consistenza effettiva del patrimonio netto aziendale, a valori di mercato, è comunque utile ai fini di un corretto apprezzamento delle capacità di generare flussi di risultati (così par. III.1,29 PIV).

Tale metodo, che implica l'individuazione del valore effettivo del patrimonio netto aziendale risultante dalla stima a valori correnti delle attività e passività alla data di riferimento, al di là della indubbia difficoltà di valutare l'incidenza di beni immateriali specifici (*intangibles*), mal si

concilia con la valutazione comparativa imposta dall'art. 84, comma 1. Il metodo prevede che le valutazioni dei cespiti sono effettuate con riferimento ad un'impresa in pieno funzionamento (con i correlati debiti che fungono da fonti di finanziamento dell'attivo) e non anche con riferimento ad una astratta potenzialità di fungere da azienda o ramo oggetto di cessione nell'attività liquidatoria della procedura concorsuale ablativa senza l'applicazione degli effetti di cui all'art. 2560 c.c. Per di più, tale metodo (generalmente associato a quello reddituale) produce risultati che tengono in ogni caso in debito conto della stabilità dell'attività dell'impresa: infine appare incompatibile - se utilizzato singolarmente e senza l'ausilio del metodo reddituale - ai fini della congrua determinazione delle modalità di incidenza dei fattori di rischio che sono generati *naturaliter* dalla circostanza di agire in pendenza di una procedura concorsuale.

Il metodo reddituale mira più efficacemente a esprimere la capacità dell'impresa di generare redditi da confrontare con investimenti alternativi a basso rischio ed esprime il metodo utilizzabile per eccellenza nelle situazioni di attività di impresa stabile o in via di stabilizzazione. Non appare appropriato nella circostanza in cui l'attività d'impresa si presta ad evoluzioni ovvero, come in caso di superamento della crisi, a percorsi di risanamento/recupero caratterizzato dall'instabilità dei flussi reddituali.

Le specificità del risanamento per il tramite di soluzioni in continuità aziendale si fondano sulla capacità dell'impresa di produrre flussi reddituali che si traducano in flussi finanziari attraverso i quali adempiere al debito concordatario. Ciò, secondo le indicazioni della dottrina aziendalistica, imporrebbe l'adozione dei metodi valutativi legati alla determinazione dei flussi di cassa ed in particolare il c.d. metodo del *Discounted Cash Flow*, che è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali, che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore¹⁰.

¹⁰ La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$E = \sum OFCF_t / (1+WACC)^t + V_f +/- PFN - M + S_a$$

dove:

E = valore di mercato del patrimonio netto o *Equity*;

OFCF_t = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita;

WACC = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione esplicita;

Elemento ancora una volta centrale per tale valutazione è il tasso di attualizzazione al quale devono scontarsi i fattori di premio (in caso di previsione di evoluzione positiva) e di sconto con riferimento ai fattori di rischio legati ai flussi finanziari.

5. *I processi valutativi nella determinazione della convenienza della continuità aziendale rispetto all'alternativa liquidatoria: ancora sull'accertamento degli assetti organizzativi adeguati nelle soluzioni negoziate.*

E' il caso già di evocare le due espressioni adottate dal Legislatore nella fase di ammissione e di omologazione del concordato preventivo e specificamente la valutazione che il piano non sia *manifestamente inidoneo alla soddisfazione dei creditori, come proposta dal debitore, e alla conservazione dei valori aziendali* (art. 47, comma 1, lett. b)), e che sia fattibile, intendendosi questo requisito come *non manifesta inattitudine a raggiungere gli obiettivi prefissati* (art. 112, comma 1, lett. g)). In entrambe le due espressioni, sulle quali si tornerà *infra*, emerge come la complessità del piano debba altresì essere supportata da evidente capacità di concretizzarsi attraverso l'azione gestoria, quindi amministrativa.

Pertanto, l'aspetto valutativo (che pure implica l'emersione di tutti i costi attesi di gestione della fase di risanamento) deve essere necessariamente supportato da un apparato organizzativo, amministrativo adeguato, che rappresenta un ulteriore elemento di comparazione, laddove la scelta debba operarsi rispetto alla liquidazione giudiziaria, in particolar modo nella *continuità aziendale diretta*. In quella *indiretta* tali assetti sono (dovrebbero essere) stati valorizzati nella determinazione della valutazione dell'azienda ed in particolare nella determinazione dei rischi dei flussi reddituali e finanziari che, tra l'altro, dipendono dall'efficienza dell'organizzazione produttiva di mezzi e persone.

E mi pare ragionevole imputare a tale elemento proprio la rilevanza della preservazione dei *posti di lavoro* (anche in chiave di riassorbimento del personale collocato in CIGS e persino in forme di *mobilità lavorativa*).

V1=valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da $n+1$ in poi;

PFN = posizione finanziaria netta;

M = *minorities* (valore di mercato del patrimonio netto di terzi);

Sa= *surplus assets*

6. *Una prima conclusione. L'individuazione dei rischi la loro ponderazione e la valutazione comparativa: il ruolo dell'attestatore*

L'articolato procedimento di costruzione del piano per la soluzione della crisi *per il tramite* della continuità aziendale impegna il debitore nell'emersione non solo di quanto previsto dall'art. 87 (a cui deve aggiungersi quanto previsto dall'art. 56) ma altresì i processi di determinazione dei valori che lo rendono *fattibile* ivi comprese le variabili che si riferiscono agli assetti organizzativi e amministrativi.

Proprio l'emersione di tali processi valutativi consente per un verso l'identificazione degli elementi che producono maggiore rischio e le ragioni di successo e, per altro verso, rappresentano i presupposti per la determinazione dei tassi di attualizzazione attraverso i quali si generano il valore del patrimonio aziendale oggetto della valutazione comparativa rispetto all'alternativa liquidatoria giudiziale.

La stessa fattibilità del piano appare operare innanzitutto sulla intellegibilità e completezza informativa della costruzione degli effetti economici e finanziari della continuazione dell'impresa vuoi per la valutazione ai fini della cessione, vuoi ai fini della produzione di flussi finanziari da destinare all'adempimento della proposta. Valori che debbano dimostrarsi più convenienti rispetto agli effetti della liquidazione giudiziale intesi sia nella prospettiva recata dall'art. 211 e, a maggior ragione, rispetto alla cessione atomistica o in blocco del patrimonio alla luce altresì dei tempi di esecuzione (c.d. rilevanza finanziaria della convenienza) della liquidazione.

“La valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime, non è mai il risultato di un mero calcolo matematico” (par. 1.1. PIV *La rete concettuale dei base (conceptual framework)*).

Per cui la valutazione richiede l'esercizio professionale di un giudizio. E tale giudizio di deve fondare su adeguate competenze tecniche e professionali (cfr. par. 1.1.3 PIV). L'accezione adottata della professionalità attiene all'adozione di metodi e procedimenti tecnici noti nella letteratura di settore quando non consacrati in raccolte di principi compresa la casistica messa a disposizione delle associazioni professionali (si pensi ai principi di attestazione dei piani di risanamento del CNDCEC e della FNC aggiornati al marzo 2021).

In altri termini il piano e il giudizio di valutazione sono costruiti in modo tale da essere immediatamente compresi dai professionisti del settore

che devono riconoscere i procedimenti valutativi (le motivazioni) adottati dal(l'advisor del) debitore nel piano e nella determinazione della convenienza economica della proposta e valutarne l'obiettività, quindi la ragionevole condivisibilità.

“L'esercizio dello spirito critico (*professional skepticism*) non è prudenza ma la modalità attraverso cui l'esperto giunge ad un giudizio motivato di valutazione; e l'avversione al rischio non è prudenza, in quanto qualunque operatore razionale attribuisce maggior peso ai rischi piuttosto che alle *chance* future. Obiettività non significa dunque neutralità al rischio” (par. 1.1.2 PIV).

Una semplice considerazione può accompagnare l'argomento sin qui condotto in ordine agli elementi oggetto di valutazione comparativa ed è, tributando il merito all'analisi matematica, evidente che le formule che accompagnano i metodi di valutazione reddituale e, in special modo finanziario utilizzano funzioni con variabili dipendenti (Y) decisamente sensibili alla variazione della variabile indipendente (X), trattandosi generalmente di funzioni potenza.

L'art. 84, comma 3 appare confermare nel ruolo dell'attestatore, in ragione della propria indipendenza dal debitore e dei requisiti di professionalità richiesti all'art. 2, lett. o), la necessità che la sua analisi ripercorra i procedimenti valutativi, le determinazioni che conducono ad indentificare i flussi reddituali e finanziari che qualificano il valore dell'azienda vuoi ai fini della cessione, vuoi ai fini della continuità diretta. Alla valutazione della ragionevolezza delle soluzioni adottate dal debitore (*id est* dal suo advisor)¹¹ nella redazione del piano a supportare la proposta (che *atto a impedire o superare l'insolvenza del debitore* e nel caso di continuità diretta *garantire la sostenibilità economica dell'impresa*) deve affiancarsi l'altrettanto valutazione della ragionevolezza del procedimento che conduce a dimostrare che ciascun creditore riceva un *trattamento non deteriore rispetto a quello che riceverebbe in caso di liquidazione giudiziale*.

7. *La variabile soggettiva: il ruolo dei creditori nelle soluzioni negoziate tra razionalità della volontà espressa e potere del Giudice.*

Quanto sinora argomentato conduce a dare rilievo ad un vero e proprio obbligo di emersione dei processi di analisi ed estimatori che conducono alla proposta per il superamento della crisi/insolvenza che

¹¹ V. Trib. Padova 09 Marzo 2021. in <https://www.ilcaso.it/sentenze/fallimentare/25274>

appaia più conveniente rispetto alla liquidazione giudiziale. Ciò appare in diretto rapporto vuoi con le formule agevolate dell'approvazione del concordato in continuità aziendale di cui all'art. 109, comma 5, vuoi con l'intervento del giudice che può superare il dissenso dei creditori alle condizioni indicate dall'art. 112, comma 2.

La lettura appena condotta in ordine alla rilevanza della *procedimentalizzazione* della composizione del piano da cui devono emergere le ragioni della convenienza rispetto all'alternativa liquidatoria, può consentire un'interpretazione coerente delle previsioni di cui all'art. 112, comma 3 e 4 CCII.

E' il caso dell'opposizione del creditore dissenziente che eccipisce la violazione della convenienza della proposta rispetto all'alternativa liquidatoria giudiziale, in tale circostanza il comma 4 prescrive che il tribunale disponga la stima del complesso aziendale.

La norma non brilla per chiarezza dal momento che non si comprende:

- a quale fine debba essere disposta la valutazione dell'azienda,
- come debba procedere l'estimatore ed in particolare se questi deve ripercorrere le stime effettuate dal debitore così come *asseverate* dall'attestatore al fine di valutarne la ragionevolezza ovvero provvedere a rifare l'intera stima, ripercorrendo l'analisi dell'intero corredo documentale che ha supportato la costruzione del piano e le relativi assunzioni e se quindi, infine, debba esprimere una valutazione altresì dell'opera dell'attestatore qualora la stima risulti difforme da quella *asseverata*.

Il confronto tra l'attestatore, il debitore (il suo advisor) e lo stimatore nominato dal Tribunale nell'ipotesi di opposizione all'omologazione, se per un verso può contribuire a fornire ulteriori elementi che hanno qualificato la scelta del Giudice che si è già espresso in ordine alla non manifesta inidoneità del piano a supportare il puntuale adempimento della proposta di soddisfacimento dei creditori *e alla conservazione dei valori aziendali* (art. 47, comma 1, lett. b)), e sulla *non manifesta inattitudine a raggiungere gli obiettivi prefissati* ((art. 112, comma 1, lett. g)) alla luce altresì di quanto già relazionato dal Commissario giudiziale ai sensi dell'art. 105 e persino alla luce della previsione di cui all'art. 92, comma 3, seconda parte; per altro verso, potrebbe produrre effetti pari a quello indicato dall'art. 106, pur mancandone i presupposti.

In tale fase, la procedura dovrebbe essere ammantata di estrema celerità visto che in pendenza del procedimento di opposizione all'omologa il piano di risanamento rischia di essere compromesso per l'incidenza del fattore temporale. Ne consegue che il termine concesso allo stimatore debba essere necessariamente breve, rendendo incompatibile effettuare una nuova stima.

Pertanto, appare evidente che lo stimatore dovrà ripercorrere i procedimenti valutativi adottati dal debitore e le verifiche effettuate a tal proposito dal professionista indipendente al fine di valutarne la completezza e la correttezza e quindi la ragionevolezza delle stime adottate vuoi per la redazione del piano, vuoi per la determinazione della convenienza rispetto ai prospettabili esiti dell'apertura della liquidazione giudiziale. Anzi, il compito del Consulente del Giudice dovrà essere anche quello di valutare se le stime effettuate dal debitore in ordine alle conseguenze per i creditori in caso di apertura della procedura di liquidazione giudiziale siano state persino sovrastimate.

Solo eventuali rilievi in ordine alla correttezza e completezza dei dati e dei procedimenti valutativi potranno condurre ad operare le rettifiche necessarie al punto da rideterminare gli elementi della valutazione comparativa (se del caso con la chiara identificazione delle responsabilità dell'attestatore ovvero dello stesso *advisor* del debitore), fermo restando l'eventualità dell'emersione di atti di frode di cui all'art. 106.

Per tale via non potrà in alcun modo prospettarsi un conflitto precipuamente tra l'attestatore e lo stimatore nominato dal Tribunale per i risultati difformi che possa determinare fatta salva la circostanza che tale difformità sia supportata da motivazioni che debbano investire la veridicità dei dati di partenza e l'eventuale violazione degli obblighi diligenza dell'attestatore e quindi l'irragionevolezza delle stime divise dal debitore e asseverate dall'attestatore.