



Ordine dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili di Pisa

CONVEGNO CONCORDATO PREVENTIVO

**VALORE DI LIQUIDAZIONE VS VALORE DELLA CONTINUITA', CONDIZIONI DI OMOLOGAZIONE
E VALORE RISERVATO AI SOCI NEL CCII - PARTE PRIMA**

Pisa – 29 marzo 2023

Dott. Alberto Lang



ART.84 FINALITÀ DEL CONCORDATO PREVENTIVO E TIPOLOGIE DI PIANO

1. L'imprenditore di cui all'articolo 121, che si trova in stato di crisi o di insolvenza, può proporre un concordato che realizzi, sulla base di un piano avente il contenuto di cui all'articolo 87, il soddisfacimento dei creditori in misura non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione giudiziale mediante la continuità aziendale, la liquidazione del patrimonio, l'attribuzione delle attività ad un assunto o in qualsiasi altra forma. Possono costituirsi come assuntori anche i creditori o società da questi partecipate. È fatto salvo il disposto dell'articolo 296.
2. La continuità aziendale tutela l'interesse dei creditori e preserva, nella misura possibile, i posti di lavoro. La continuità può essere diretta, con prosecuzione dell'attività d'impresa da parte dell'imprenditore che ha presentato la domanda di concordato, ovvero indiretta, se è prevista dal piano la gestione dell'azienda in esercizio o la ripresa dell'attività da parte di soggetto diverso dal debitore in forza di cessione, usufrutto, conferimento dell'azienda in una o più società, anche di nuova costituzione, ovvero in forza di affitto, anche stipulato anteriormente, purché in funzione della presentazione del ricorso, o a qualunque altro titolo.
3. Nel concordato in continuità aziendale i creditori vengono soddisfatti in misura anche non prevalente dal ricavo prodotto dalla continuità aziendale diretta o indiretta. 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.
4. **Nel concordato con liquidazione del patrimonio la proposta prevede un apporto di risorse esterne che incrementi di almeno il 10 per cento l'attivo disponibile al momento della presentazione della domanda e assicuri il soddisfacimento dei creditori chirografari e dei creditori privilegiati degradati per incapienza in misura non inferiore al 20 per cento del loro ammontare complessivo. Le risorse esterne possono essere distribuite in deroga agli articoli 2740 e 2741 del codice civile purché sia rispettato il requisito del 20 per cento. Si considerano esterne le risorse apportate a qualunque titolo dai soci senza obbligo di restituzione o con vincolo di postergazione, di cui il piano prevede la diretta destinazione a vantaggio dei creditori concorsuali.**
5. **I creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, possono essere soddisfatti anche non integralmente, purché in misura non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione dei beni o dei diritti sui quali sussiste la causa di prelazione, al netto del presumibile ammontare delle spese di procedura inerenti al bene o diritto e della quota parte delle spese generali, attestato da professionista indipendente. (1) La quota residua del credito è trattata come credito chirografario. (2)**
6. **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.**
7. **I crediti assistiti dal privilegio di cui all'articolo 2751-bis, n. 1, del codice civile sono soddisfatti, nel concordato in continuità aziendale, nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione sul valore di liquidazione e sul valore eccedente il valore di liquidazione. La proposta e il piano assicurano altresì il rispetto di quanto previsto dall'articolo 2116, primo comma, del codice civile.**
8. Quando il piano prevede la liquidazione del patrimonio o la cessione dell'azienda e l'offerente non sia già individuato, il tribunale nomina un liquidatore che, anche avvalendosi di soggetti specializzati, compie le operazioni di liquidazione assicurandone l'efficienza e la celerità nel rispetto dei principi di pubblicità e trasparenza. Si applicano gli articoli da 2919 a 2929 del codice civile.
9. Quando il piano prevede l'offerta da parte di un soggetto individuato, avente ad oggetto l'affitto o il trasferimento in suo favore, anche prima dell'omologazione, dell'azienda o di uno o più rami d'azienda, il giudice provvede ai sensi dell'articolo 91, comma 1.

(1) **Principio di non pregiudizio** (no creditor worse off note, in ambito europeo anche dalla BRRD «Direttiva Bail in»)

(2) **Nella L.F. tale previsione è contenuta nell'art. 177 ed è prevista ai fini del voto. Infatti è ripetuta dall'art. 109, co. 4 del CCII). La presenza di questa disposizione nell'Art.84 significa che tale equiparazione è disposta ai fini sostanziali e non anche ai soli fini del voto.**



ART.84 FINALITÀ DEL CONCORDATO PREVENTIVO E TIPOLOGIE DI PIANO

REGOLE DISTRIBUTIVE ART. 84 CCI		
REGOLA GENERALE ART. 84 CO. 1	soddisfacimento dei creditori in misura non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione giudiziale mediante la continuità aziendale, la liquidazione del patrimonio (<i>no creditors worse off</i>)	
REGOLA GENERALE ART. 84 CO. 5	I creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, possono essere soddisfatti anche non integralmente, purché in misura non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione dei beni o dei diritti sui quali sussiste la causa di prelazione, al netto del presumibile ammontare delle spese di procedura inerenti al bene o diritto e della quota parte delle spese generali, attestato da professionista indipendente. <u>La quota residua del credito è trattata come credito chirografario.</u>	
CONCORDATO LIQUIDATORIO ART. 84 CO. 4	apporto di risorse esterne che incrementi di almeno il 10 per cento l'attivo disponibile al momento della presentazione della domanda e assicuri il soddisfacimento dei creditori chirografari e dei creditori privilegiati degradati per incapacienza in misura non inferiore al 20 per cento del loro ammontare complessivo. Le risorse esterne possono essere distribuite in deroga agli articoli 2740 e 2741 del codice civile purché sia rispettato il <u>requisito del 20 per cento.</u>	
CONCORDATO IN CONTINUITA' ART. 84 CO. 6	<u>APR</u>	Nel concordato in continuità aziendale <u>il valore di liquidazione (*)</u> è distribuito nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione
	<u>RPR</u>	per <u>il valore eccedente quello di liquidazione (*)</u> 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
<u>(*)</u> ART. 87, CO. 1 LETT. C)	Il debitore presenta, con la proposta di concordato e unitamente alla documentazione prevista dall'articolo 39, un piano contenente: c) il valore di liquidazione del patrimonio, alla data della domanda di concordato, in ipotesi di liquidazione giudiziale;	



VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

Di che cosa stiamo parlando ?

- i. Plusvalore concordatario
- ii. Surplus della continuità

Ovvero

Maggior valore che l'attuazione del piano concordatario apporta rispetto alla liquidazione fallimentare (1)

E, ancor più precisamente

Maggior valore tra il valore dell'azienda in continuità e quello di liquidazione del patrimonio esistente alla data di apertura del concorso stimati nel piano (2)

(1) G. D'Attorre: La distribuzione del patrimonio del debitore tra absolute priority rule e relative priority rule. Il Fallimento 8-9/2020

(2) G.Lener: Considerazioni intorno al plusvalore da continuità e alla «distribuzione» del patrimonio (tra regole di priorità assoluta e regole di priorità relativa. Diritto della Crisi 25 febbraio 2022.

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

Prima dell'entrata in vigore del CCII si possono individuare tre diversi orientamenti:

- i. **Tesi «restrittiva»:** la distribuzione del plusvalore è sempre vincolata al rispetto dell'ordine delle cause legittime di prelazione (cfr. Cassaz. 10084/2020 e parte di merito cit.)
- ii. **Tesi «liberale»:** si applica l'APR ma la distribuzione del plusvalore è libera anche se non è finanza esterna (parte delle sentenze di merito e della dottrina, nonché Circ. A.E. n. 34/2020 par. 3.5)
- iii. **Tesi «intermedia»:** la distribuzione del plusvalore è vincolata al rispetto della *RPR* (C.d.A. Venezia n. 3042/2019).

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

Cassaz. Sez. I 8 giugno 2020 n. 10884

“.....Ove, poi, venga in questione - come nel caso in esame - un privilegio generale sui mobili e tali beni siano incapienti rispetto alle ragioni di credito dei titolari di tale diritto di prelazione, i crediti privilegiati non potranno essere ulteriormente falcidiati a beneficio di quelli chirografari: diversamente si ammetterebbe che, sulla medesima massa attiva, creditori di rango inferiore (quali sono quelli in chirografo) siano soddisfatti prima che lo siano, per l'intero, i creditori di rango poziore. E un tale risultato urterebbe, come è evidente, non solo col principio per cui il piano concordatario deve assicurare la soddisfazione dei creditori privilegiati in misura almeno pari a quella cui gli stessi potrebbero aspirare, in ragione della loro collocazione preferenziale, in caso di liquidazione, ma anche con la regola che vieta di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione. Deve dunque ritenersi che in tema di concordato preventivo, a norma dell'art. 160, comma 2, l. fall., il soddisfacimento parziale dei creditori muniti di privilegio generale possa trovare un fondamento giustificativo solo nell'incapienza del patrimonio mobiliare del debitore, sicché il soddisfacimento dei creditori chirografari non può che dipendere, in tal caso, dalla presenza di beni immobili (ovviamente per la parte che non è deputata a garantire i creditori che vantino un titolo di prelazione su di essi) o da liquidità estranee al patrimonio del debitore stesso.”

Da questo principio di diritto – che declina la tesi restrittiva secondo il canone della APR- si è ricavato anche il principio per il quale non solo i flussi della continuità non potrebbero essere liberamente distribuiti come finanza esterna ma anche che gli stessi debbono ugualmente essere assoggettati alla APR. Come già rilevato dalla Corte d'Appello di Torino (31 agosto 2018) si deve «escludere che i flussi generati dalla continuità aziendale possano ritenersi «nuova finanza»..... La prosecuzione dell'attività d'impresa non può creare un patrimonio separato o riservato in favore di alcune categorie di creditori (anteriori o posteriori alla domanda di concordato)» (cfr. anche Tribunale di Bergamo 26.9.2013; Tribunale di Milano 15.12.2016; Tribunale di Roma 3.8.2017. In dottrina: D.Galletti: I proventi della continuità, come qualsiasi surplus concordatario, non sono liberamente distribuibili. Il Fallimentarista 16 marzo 2020). A fronte di queste interpretazioni di «chiusura» ce n'è una meno rigorosa che considera liberamente distribuibili i flussi della continuità (solo) nella misura in cui superino quelli previsti nel piano che restano, viceversa, vincolati al rispetto dell'ordine delle cause legittime di prelazione (A.Zuliani: Continuità diretta e continuità indiretta: presupposti, regole, criticità. Diritto della Crisi, 2 marzo 2022.

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

D'Attorre (Il Fallimento 8-9/2020) **pur riconoscendo la prevalenza della regola della priorità assoluta:**

1. Non vi è dubbio, infatti, che il plusvalore concordatario e la finanza esterna, pur condividendo il comune carattere di *quid pluris* rispetto alla liquidazione fallimentare (nel senso che ambedue, presumibilmente, non vi sarebbero nel caso di fallimento), presentino profili differenziali: **mentre la finanza esterna è rappresentata da beni di titolarità di terzi e non rientranti nel patrimonio del debitore, il plusvalore concordatario indica beni ed utilità che, sia pure in forza della sola alternativa concordataria, si realizzano in via diretta comunque nel patrimonio del debitore dove erano già presenti in via potenziale, rientrando - almeno in linea teorica - nella garanzia generica dei creditori.**
2. **Le regole di distribuzione del patrimonio del debitore sancite dall'art. 2741 c.c. e la priorità che esse attribuiscono ai privilegiati rispetto ai chirografari operano nei concordati solo con riferimento al patrimonio esistente al momento della presentazione della domanda, ma non con riferimento al patrimonio posteriore, che comprende anche gli eventuali risultati positivi derivanti dalla prosecuzione dell'attività d'impresa.** Il patrimonio posteriore messo a disposizione dei creditori anteriori, in quanto entrato nel patrimonio del debitore dopo la sostituzione delle originarie obbligazioni, è sottratto alle regole imperative di distribuzione del patrimonio anteriore sancite dall'art. 2741 c.c. **Tali regole distributive regolano i rapporti tra creditori anteriori con riferimento al patrimonio anteriore (id est: il patrimonio esistente alla data di presentazione della domanda), ma non con riferimento al patrimonio posteriore. I beni sopravvenuti per effetto della prosecuzione dell'attività d'impresa possono, pertanto, essere liberamente distribuiti tra i creditori anteriori senza il rispetto dell'ordine delle cause di prelazione e senza il vincolo delle regole di distribuzione del patrimonio responsabile. Si tratta di beni che - come detto - si sottraggono sia alla regola dell'art. 2740 c.c. (potendo il debitore, in sede di proposta, trattenere parte di questo patrimonio sopravvenuto pur senza aver pagato integralmente tutti i propri crediti anteriori), sia alla regola dell'art. 2741 c.c., non dovendo essere necessariamente destinati in via prioritaria ai creditori anteriori che erano titolari di un diritto di prelazione. Rispetto al c.d. "plusvalore da concordato" o "ricchezza del risanamento concordatario", quindi, non operano né la APR, né la RPR, trattandosi di risorse liberamente distribuibili da parte del debitore**
3. **La libertà di destinazione della nuova ricchezza non può risolversi, ovviamente, in un pregiudizio per la posizione dei creditori privilegiati, presidiata dall'art. 160, comma 2, l.fall. È necessario, quindi, che i creditori muniti di privilegio speciale ricevano quantomeno il valore di liquidazione del bene oggetto di garanzia e che ai creditori muniti di privilegio generale sia assicurato un trattamento migliore rispetto a quello offerto ai creditori chirografari (se si condivide la RPR) con riferimento alla distribuzione del patrimonio esistente al momento dell'apertura della procedura (calcolato tenendo conto, ove possibile, anche del ricavato della vendita unitaria dei complessi aziendali). Calando nell'ambito del concordato con continuità aziendale questa considerazione, se ne trae il corollario per cui non è obbligatorio che il creditore privilegiato si appropri - fino ad integrale soddisfazione - di tutto o part e il surplus della prosecuzione dell'attività; **questo surplus non vi sarebbe stato nel caso di apertura di procedura liquidatoria e, quindi, non rientra nel giudizio di comparazione di cui all'art. 180 l.fall. (art. 112 CCII)****
4. **Nei concordati con continuità diretta, l'alternativa APR/RPR opera solo con riferimento al patrimonio esistente al momento della presentazione della domanda, mentre il c.d. "plusvalore" da concordato deve considerarsi sottratto all'osservanza dell'ordine delle cause di prelazione, potendo essere ripartito liberamente tra i creditori (ed anche in favore del debitore).**

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

In senso conforme **M. Terenghi** (Il Fallimento 3/2019) :

“.... il divieto di alterazione dell'ordine dei privilegi va riferito a quel patrimonio esistente al momento del deposito della domanda, cristallizzato ai sensi degli artt. 45, 55 e 168 l.fall. e così circoscritto sino al passaggio in giudicato del provvedimento di omologa..... i frutti maturati successivamente all'omologa vengono separati dal patrimonio del debitore ex art. 820, comma 2, c.c., e sono liberamente distribuibili (o trattenibili) da parte del debitore stesso tornato in bonis perché non più posti a servizio dell'obbligazione originaria, ormai novata e come tale da adempiersi con i mezzi indicati nella proposta.”

Problema sulla continuità indiretta: il valore ricavato dalla cessione d'azienda (nonché i canoni ricavati dall'affitto interinale della stessa) è valore che afferisce al patrimonio del debitore esistente al momento dell'apertura del concorso (assimilabile al «valore di liquidazione») - da distribuire “nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione” - oppure si tratta di un valore liberamente distribuibile (“valore eccedente quello di liquidazione”) per cui “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.” ?

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

G. Lener (Diritto della Crisi 25/2/2022 cit.)

«.....non v'è dubbio che solo la prosecuzione dell'attività d'impresa consente (in astratto) la preservazione (e, preferibilmente, la creazione) di valore : *l'alternativa della liquidazione giudiziale cristallizzerebbe, per l'appunto, non solo il passivo, ma anche l'attivo alla data di apertura del concorso, sì che non vi sarebbe altro valore da mettere a disposizione dei creditori.* In secondo luogo, l'interpretazione "liberale" viene argomentata dall'art. 186-bis l.f., che, nel «miglior soddisfacimento» dei creditori, ravvisa un requisito di ammissibilità della proposta, oggetto di attestazione ad hoc. Risultato promesso e, dunque, giuridicamente vincolante, che, però, segna la "soglia" oltre la quale il plusvalore della continuità è liberamente allocabile da parte del debitore, anche a beneficio di sé medesimo: non rileva, a questi fini (della teorica libera allocazione, rilevando, invece, ai fini della relativa misura), cos'abbia ad intendersi per «miglior soddisfacimento», se un quid pluris rispetto alla liquidazione fallimentare (così il richiamato punto in Cass. 29742/2918) ovvero in un trattamento non deteriore rispetto all'alternativa fallimentare, criterio ora "scolpito" nell'art. 2, par. 1, n. 6), direttiva 1023. *Ciò che conta è il (valore del) patrimonio da assumere a termine di raffronto; ed è quello da liquidazione fallimentare, perché unico scenario oggettivo e, proprio per questo, "coercibile" ad iniziativa di terzi* (ogni altro scenario dipendendo da variabili soggettive, quale, ad es., una diversa proposta, salvo non si tratti di proposte concorrenti ex art. 163 l.f., ma sarà questione del caso concreto). *Sì che - seguendo l'impostazione in esame - la maggiore consistenza del patrimonio per effetto della prosecuzione dell'attività d'impresa, che ecceda il soddisfacimento promesso nella proposta, non deve distribuirsi ai creditori.....»*



VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

Tribunale di Milano 5.12.2018

(Pres. A- Paluchowski: Concordato Waste- continuità indiretta con due assuntori – opposizione

A.E. e altri – si differenzia dal precedente del Tribunale di Milano – Decr. 15.12.2016 “giacché la fattispecie sottoposta in quella sede al Tribunale era un concordato pacificamente liquidatorio nel quale si poneva unicamente il tema se l'ipotesico surplus derivante dalla miglior liquidazione dei beni ottenuta in sede concordataria potesse ritenersi sottratto al rispetto delle cause di prelazione (tesi da ritenersi infondata) - non possa condividersi integralmente.”)

Il Collegio (...) ha raggiunto il convincimento che la regola generale del 160 comma 2 del rispetto dell'ordine delle prelazioni, che è indefettibile nel concordato liquidatorio, salvo l'apporto di nuova finanza che può essere utilizzata anche in apparente violazione di tale ordine, proprio perché non promana dal patrimonio del debitore e non è vincolata a garantirne le obbligazioni, debba essere intesa nel concordato in continuità come operativamente limitata, nel tempo, alla data della presentazione della domanda di concordato e nella “dimensione applicativa” al patrimonio della concordataria esistente a quella data..... ciò che è valutabile ai fini della capienza in sede di redazione del piano è solo il patrimonio attuale della società e solo esso sarebbe passibile di azioni esecutive o di collocazione sul mercato al cui risultato si dovrebbe comparare l'offerta formulata dalla società per appurare se essa lede il privilegio o meno.....Quale sarà il risultato della liquidazione fallimentare è variabile dipendente dallo stato nel quale l'azienda e le partecipazioni si presenteranno all'avvio di una procedura competitiva e dall'interesse che il mercato manifesterà per esse, al di là delle stime, e potrà essere inferiore così come anche superiore all'ipotesi considerata dagli scriventi

Quel che, invece, il tribunale intende ribadire è il principio per cui i flussi della continuità, allorquando siano generati da una prosecuzione aziendale resa possibile unicamente per effetto dell'apporto di un soggetto terzo, non possono ritenersi assoggettati al rispetto dell'ordine delle cause di prelazione, per la semplice ragione che detti flussi, nella prospettiva fallimentare, semplicemente non esisterebbero. Un conto è che i flussi della continuità siano comunque generati dalla residua capacità patrimoniale del debitore, giacché in tal caso appare assai complesso condurre i suddetti flussi al di fuori della regola dell'art. 2741 c.c. Un altro - ben diverso - conto è che tali flussi siano resi possibili da una prosecuzione aziendale resa a propria volta possibile unicamente dall'apporto di risorse esterne da parte di un terzo. In tal caso, invero, ben può affermarsi che tali flussi, in quanto generati da una finanza esterna, ne ereditino i caratteri, e risultino, quindi, liberamente distribuibili, sol che si consideri che, in assenza dell'apporto del terzo, detti flussi non esisterebbero, e conseguentemente le cause di prelazione - in primis il privilegio generale mobiliare - non avrebbero oggetto alcuno su cui esercitarsi.

Va, anzi, detto che proprio la presenza nella disciplina del concordato della previsione di cui all'art. 160, comma II, l. fall. - e cioè la valutazione di capienza dei beni gravati dai vari tipi privilegio rispetto ai privilegi medesimi - lascia intendere che: 1) la valutazione comparativa rispetto alla prospettiva fallimentare debba essere ancorata al momento di apertura della procedura, e cioè tenendo conto della massa attiva esistente in quel momento; 2) conseguentemente, anche la verifica del rispetto delle cause di prelazione debba operarsi con riferimento a tale momento, nel senso che debba contemplare il patrimonio esistente, integrato dai flussi attivi che esso sia in grado di generare, restando invece esclusi i flussi che a tale patrimonio non siano riconducibili, derivando invece da risorse esterne. Questi ultimi flussi resteranno vincolati ad un solo parametro, e cioè quel miglior soddisfacimento dei creditori che l'art. 186-bis pone come condizione di ammissibilità della continuità. Ciò significa che una parte di essi - si ripete per chiarezza: flussi generati esclusivamente per effetto dell'apporto esterno - dovrà indubbiamente essere destinata ai creditori concordatari per assicurare loro il miglior soddisfacimento, ma, una volta rispettato tale parametro, resteranno liberamente distribuibili. Alla luce di tali considerazioni non si ravvisa nella proposta di W.I. S.p.A. una inammissibile alterazione dell'ordine delle cause di prelazione. La proposta concordataria ha presole mosse dalla tesi - che né la relazione ex art. 172l. fall. dei commissari né le opposizioni delle parti sono riuscite concretamente a confutare - per l'intero attivo della società è destinato ad essere assorbito in predeuzione dagli oneri di gestione e post-gestione delle discariche, pervenendo quindi ad una diagnosi di incapienza persino - seppur parzialmente - del privilegio ex art. 2751-bis n. 1), c.c. È quindi evidente che la prosecuzione dell'attività aziendale è resa possibile solo dall'intervento di ben due assuntori e delle risorse da questi apportate, dovendosi, quindi, concludere nel senso della sottrazione, in questa particolare fattispecie, dei flussi della continuità al rispetto dell'ordine delle cause di prelazione.”

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

La tesi espressa dal Tribunale di Milano è molto interessante e ben argomentata e presenta spunti di chiara efficacia interpretativa rispetto al cuore del problema, in particolare nel caso della continuità indiretta. Tuttavia non pare del tutto dirimente, soprattutto perché il principio espresso non è di agevole applicazione nella pratica; in quanto **si fonda sull'assunto che la prosecuzione dell'attività aziendale – che determina le genesi dei flussi, altrimenti inesistenti, liberamente distribuibili ai creditori – sia resa possibile esclusivamente dall'apporto dei terzi (nel caso in esame gli assuntori).**

E dunque

«E' spesso tutt'altro che immediato determinare se la prosecuzione dell'attività aziendale sia resa possibile esclusivamente da apporti esterni, o se invece gli apporti esterni la facilitino e la supportino, senza che una qualche prosecuzione possa essere tassativamente esclusa in loro assenza.» (1)

Ma ancora – è questo il punto – quando si tratta di cessione dell'azienda, poiché *«si tratta di beni e diritti organizzati in compendio aziendale, viene in rilievo anche il valore immateriale che potrebbe essere realizzato allo stesso modo nella liquidazione fallimentare mediante la vendita dell'azienda, **ma non altro**. Si dovrà considerare l'utile che il curatore potrebbe ottenere dall'esercizio provvisorio o dall'affitto dell'azienda eventualmente disposti in funzione della successiva cessione e per il tempo strettamente necessario. Ma il programma di liquidazione del curatore, per quanto brillante e attento a non disperdere i valori immateriali, mai potrebbe trasformarsi in un piano industriale di medio e lungo termine finalizzato a realizzare tramite la risanata continuità le risorse necessarie per pagare i creditori, perché in quel caso non sarebbe più un «programma di liquidazione»» (2)*

(1) **G. D'Attorre:** Destinazione dei flussi di cassa e gestione dei conflitti d'interessi nel concordato preventivo con continuità aziendale. Il Fallimento 8-9/2019. In senso totalmente adesivo anche **G.P. Macagno:** La distribuzione di valore tra regole di priorità assoluta e relativa. Il Plusvalore da continuità. Diritto della crisi 22 aprile 2022.

(2) **A. Zuliani** cit.

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

C. di Appello di Milano, 9 giugno 2022

la quale reputa *“di dover aderire alla tesi che, nei concordati con continuità aziendale, limita l’operatività delle regole distributive della absolute priority rule al solo patrimonio esistente al momento dell’avvio del procedimento”.... “che è quello suscettibile di essere destinato al soddisfacimento dei creditori anche in mancanza di collaborazione del debitore”* così da ritenere ammissibile che il c.d. *surplus* concordatario – *“ovvero la differenza tra il valore liquidatorio del patrimonio al momento dell’apertura della procedura ed il valore dell’azienda in continuità come indicato nel piano”* - differenza da tenere comunque ben distinta da ogni *“risorsa esogena assimilabile alla finanza esterna”* – sia distribuito in percentuali via via decrescenti in base al grado di privilegio, sì che, in concreto, non risultano disparità tra creditori del medesimo grado né creditori cui sia destinato un trattamento più favorevole rispetto a quello di creditori di rango inferiore”..... *“con la conseguenza ulteriore che, una volta che il concordato sia stato eseguito ed i creditori abbiano conseguito quanto loro promesso, deve ritenersi legittimo anche che i flussi generati dalla prosecuzione dell’attività aziendale permangano nella disponibilità del debitore.”*

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

C. di Appello di Venezia n. 3042 del 19/07/2019

Ritiene, però, questa Corte che occorra imprescindibilmente **partire dal disposto di cui all'art.186 bis L.F.**, il quale, nel disciplinare il concordato in continuità – declinato dal legislatore non «come un istituto diverso e «nuovo», ma come semplice modalità del concordato stesso» (cfr. Cassaz, n. 10752 del 4.5.2018), al comma 2 lett. b), impone che venga attestato dal professionista di cui all'art. 161, comma 3 L.F. che la prosecuzione dell'attività d'impresa prevista dal piano di concordato è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori.....«Al professionista, a ben vedere, è dunque richiesto di compiere una duplice verifica, rispettivamente sul piano e sulla proposta: che la continuità aziendale generi valore rispetto alla liquidazione e che, secondo la proposta concretamente presentata dal debitore, almeno parte di tale valore venga messo a disposizione dei creditori» (cfr. **Cassaz. n. 29742 del 19.11.2018**, in motivazione)

è propria della costruzione del concordato preventivo in continuità la facoltà di sottrarre ai creditori concorsuali tutti gli incrementi di attivo successivi alla domanda di concordato preventivo che eccedano quanto proposto in termini di soddisfacimento ai creditori medesimi. **In altre parole, nel concordato in continuità è consentito che i flussi permangano in parte nella disponibilità del debitore una volta percentualmente decurtati di quanto percentualmente destinato ai creditori concordatario e ciò in funzione dell'esercizio e della prosecuzione dell'attività d'impresa, oltre che del raggiungimento di un equilibrio economico-finanziario»**

Resta peraltro da individuare **quale sia il patrimonio da prendere in considerazione al fine di vagliare il requisito di cui all'art. 186 bis, comma 2 lett. b) citato**. A parere di questa Corte – che pur conosce i diversi orientamenti giurisprudenziali in merito – **il patrimonio da considerare è quello esistente al momento in cui viene presentata la domanda di concordato, quale patrimonio attuale suscettibile di essere ceduto o aggredito esecutivamente»**

In altre parole le risorse generate dalla continuità vanno a vantaggio dei creditori quanto meno fino a concorrenza del valore di liquidazione del patrimonio del debitore, comprensivo anche del surplus di un eventuale prevedibile esercizio provvisorio da parte del Curatore fallimentare»

La soddisfazione non integrale dei creditori muniti di privilegio, secondo tali norme, non può essere inferiore a quella realizzabile, secondo la collocazione preferenziale «sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione indicata nella relazione giurata di un professionista.....», con le ulteriori prescrizioni dell'art. 160, comma 2 citato, che «il trattamento stabilito per ciascuna classe non può avere l'effetto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione»..... »

In ipotesi di concordato in continuità, il maggior valore derivante dall'attuazione del piano concordatario, rispetto a quello dell'attivo esistente al momento della domanda di concordato e che, si ripete, costituisce un limite minimo di soddisfazione della garanzia dei creditori prelatizi, costituisce un surplus concordatario che può essere liberamente distribuibile dal debitore alla stregua di quella che viene comunemente definita quale finanza esterna»

Occorre però, a tal fine, che venga allegata dal proponente un'attestazione che fornisca un giudizio che sia quantomeno di equivalenza tra la provvista concordataria (vale a dire dell'attivo destinato ai creditori con privilegio generale) e il risultato di una liquidazione fallimentare mediante la vendita a terzi dell'azienda in esercizio, sommato del valore dei beni eventualmente destinati alla cessione (in quanto non strumentali alla prosecuzione dell'attività aziendale).»

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

Fra i precedenti delle Corti di Merito vale la pena di riassumere quanto argomentato dal **Tribunale di Como** (1 dicembre 2021 consultabile sul sito [Il Caso.it](http://IlCaso.it)) che, in adesione alla Cassaz. n. 29742/2018 (cit.) si segnala per una approfondita ricognizione della giurisprudenza di merito più recente.

*«la legge non richiede che l'intero maggior valore creato dalla continuità aziendale (cd. surplus) sia messo a disposizione dei creditori sociali secondo l'ordine delle cause legittime di prelazione ai sensi degli artt. 2740-2741 c.c. Non si rinviene una norma in tal senso né all'interno dell'art. 186-bis l.f. né dell'art. 182-ter l.f. né aliunde nella legge fallimentare. Il Collegio non ignora l'orientamento più restrittivo, [...] secondo cui i flussi generati dall'attività di impresa in continuità abbiano natura endogena e siano quindi da considerare parte del patrimonio dell'impresa da assoggettare al vincolo dell'art. 2740 c.c. Tuttavia, come affermato dalla giurisprudenza di merito maggioritaria, è vero il contrario: il concordato in continuità aziendale ex art. 186-bis l.f. comporta una deroga al principio di responsabilità generale ed illimitata del patrimonio del debitore ex art. 2740 c.c. ed al principio di graduazione dei crediti (in tal senso cfr. Trib. Rovigo, 27 luglio 2018; Trib. Firenze, 2 novembre 2016; Trib. Torino, 5 giugno 2014). [...] **Il Collegio ritiene, concordando con il prevalente orientamento di merito, che nel concordato preventivo con continuità aziendale, l'utile generato dalla prosecuzione dell'attività d'impresa ha natura esogena, non facendo parte del patrimonio dell'impresa come stimato all'apertura della procedura, e dunque il surplus concordatario non soggiace al divieto di alterazione delle cause di prelazione e alla regola del concorso. Ne consegue che il citato surplus costituisce un beneficio aggiuntivo che può essere liberamente distribuito tra i creditori chirografari anche qualora i creditori privilegiati non abbiano tenuto l'integrale soddisfazione;** non consentire tale possibilità argomentando con l'inammissibilità della proposta che preveda la violazione dell'ordine delle cause di prelazione significherebbe, infatti, imporre ai creditori una soluzione per loro pregiudizievole, evidentemente contraria al principio della migliore soddisfazione che, nel concordato con continuità aziendale, deve considerarsi un criterio interpretativo di carattere generale (Corte Appello Venezia, 19 luglio 2019; Trib. Milano, 5 dicembre 2018; Trib. Prato, 7 ottobre 2015; Trib. Torino, 7 novembre 2013)»*

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

Pare di poter arrivare ad una prima conclusione del problema, alla luce della regola distributiva ora fissata dall'art. 84, commi 5,6 e 7, del CCII.

Problema che adesso è da circoscrivere alla sola massa patrimoniale alla quale applicarla.

Non essendo più dubitabile che al valore di liquidazione debba essere applicata la *Absolute Priority Rule* mentre al valore eccedente – con l'esclusione dei crediti assistiti dal privilegio di cui all'articolo 2751-bis, n. 1, del codice civile – si applica la *Relative Priority Rule*.

Di guisa che, dai citati contributi di dottrina e giurisprudenza, si può tentare di estrarre qualche principio per individuare non tanto (non più) la regola distributiva ma, per l'appunto, il patrimonio al quale deve essere applicata.



VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

Alcune questioni che rimangono aperte sul calcolo del valore di liquidazione:

- i. azioni risarcitorie e di responsabilità: **Si**
- ii. azioni revocatorie: **Si**
- iii. canoni di affitto d'azienda: **dubbio tendenzialmente Si** «i canoni incassati dalla società in concordato a titolo di corrispettivo per l'affitto del ramo d'azienda non costituiscono flussi finanziari derivanti dalla continuità (indiretta), ma sono meri frutti o accessori del capitale e dello stesso patrimonio aziendale resi possibili e generati dalla residua capacità patrimoniale del debitore» (Tribunale di Milano 22 dicembre 2020; conforme Trib. Monza 23 settembre 2020; F.Garofoli e altri: Applicazione della c.d. absolute priority rule nel concordato in continuità indiretta. Il Fallimentarista 24 maggio 2021)
- iv. utilità derivanti dall'esercizio provvisorio : **dubbio tendenzialmente Si** (Vedasi Appello Venezia ed altre cit.)
- v. prezzo dalla cessione d'azienda eccedente il valore di liquidazione dei beni che la compongono : **dubbio necessita di qualche distinzione (1)**
- vi. maggior valore di realizzo dei beni destinati alla liquidazione rispetto al piano:
dubbio ma tendenzialmente NO (il degrado si fa sul valore stimato, l'eccedenza dovrebbe essere distribuibile ai creditori chirografari e degradati in modo proporzionale altrettanto riservato dal piano. A meno che, opportunamente, il piano stesso non preveda già la destinazione di tale *surplus*)
- vii. maggiori flussi della continuità diretta o indiretta (es. per *earn out*) rispetto a quanto previsto a piano:
NO. A meno che non servano a compensare il minor valore di liquidazione rispetto a quanto indicato nella domanda e nel piano (ipotesi di maggiori flussi della continuità rispetto a minori flussi dalla liquidazione dei beni non funzionali) (2)

(1) La Direttiva Insolvency pare ammettere quali ipotesi alternative il valore del patrimonio quale somma atomistica dei beni che lo compongono e il valore aziendale in funzionamento. Vedi slide successiva.

(2) cfr. M.Binelli: L'omologazione del concordato in continuità non approvato. Ne Diritto della Crisi 27.12.2022 e App. Venezia cit.

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

Sul problema (sollevato anche dalla Sentenza della C. di Appello di Venezia (cit.)) è interessante quanto annotato da G. Lener (cit.) :

«Quanto al valore di liquidazione, mette conto aggiungere che l'art. 2, par. 1, n. 6), direttiva 1023 prevede che sia il valore ritraibile da una «**liquidazione per settori o [da] una vendita dell'impresa in regime di continuità aziendale**»: dunque, liquidazione atomistica ovvero liquidazione dell'azienda, che, a sua volta, potrebbe venire in considerazione in una dimensione statica ovvero dinamica (se pur meramente conservativa e transitoria), in ipotesi di esercizio provvisorio. Ora, non persuade inferire dal concreto contesto, di un concordato in continuità, che lo "scenario" alternativo debba necessariamente essere quello dell'esercizio provvisorio, perché i presupposti sono profondamente diversi (il che è comprovato dai dati empirici, che mostrano quanto infrequente sia la scelta, da parte dei Tribunali, di disporlo). Come si è osservato in precedenza, si può, forse, argomentare dall'art. 105, comma 1, l.f. (vale a dire dalla preferenza della vendita del complesso dei beni quale "universitas", pur senza esercizio provvisorio, in luogo dell'alienazione disaggregata) che il valore di riferimento dovrebb'essere, di regola, quello di un complesso unitario di beni e rapporti giuridici (con l'aggiunta dei potenziali esiti delle varie azioni esperibili); ma non, giocoforza, di un complesso aziendale in esercizio, salvo potersi procedere, volta a volta, nel piano, ad argomentate e difformi valutazioni, anche con riguardo alla possibile disgregazione di quel complesso in caso di liquidazione giudiziale (il che aprirebbe ad un'ipotesi di valutazione atomistica dei singoli beni di cui si componeva). In sintesi, i creditori riceverebbero dalla continuità concordataria lo stesso soddisfacimento che avrebbero in caso di liquidazione giudiziale e, per il tramite della partecipazione (maggiore rispetto all'interesse mantenuto dai soci, come si osserverà più avanti) ai risultati della prosecuzione dell'attività d'impresa, vedrebbero "remunerato" sia il sacrificio sofferto sub specie di "conformazione remissoria" dei crediti concorsuali sia l'esposizione all'alea del soddisfacimento legato, in misura verosimilmente preponderante, a quei risultati. A loro volta i soci, va ribadito, beneficiando del plusvalore, non sarebbero disincentivati dal far emergere tempestivamente la crisi e, una volta, emersa, dal contribuire fattivamente alla soluzione di essa. Non vi sarebbe più ragione di discorrere di libera fruizione dei flussi futuri e di "arco di piano", in quanto il surplus - per come stimato nel piano - verrebbe interamente allocato secondo la RPR (i.e. secondo la concreta declinazione di essa per come tradottasi nella proposta), irrilevanti essendo sottostime o sovrastime del valore della continuità, unicamente rilevando il vincolo assunto nella promessa.»

Di avviso radicalmente diverso F. Lamanna : Priorità assoluta e relativa nel concordato preventivo secondo il Codice della crisi (Il Fallimentarista, 6 febbraio 2023) secondo il quale «**il prezzo di cessione d'azienda rappresenterà, di fatto, nella maggior parte dei casi, il valore di liquidazione.**»

VALORE DI LIQUIDAZIONE, VALORE ECCEDENTE E VALORE DELLA CONTINUITA'

Da quanto precede si dovrebbe ricavare il principio per il quale:

- **nella continuità diretta** i flussi generati *ex post* dovrebbero essere considerati “*valore eccedente quello di liquidazione*”. L’unico limite alla libera distribuzione è quello del valore di liquidazione che è comunque il valore minimo vincolato.
- **nella continuità indiretta** bisognerebbe indagare, caso per caso, se il risultato ottenibile sia frutto di apporti di terzi che rendono possibile il conseguimento di un *plus* valore altrimenti non conseguibile da parte del debitore. Ciò implica, nella pratica che, **con specifico riferimento ad un valore di avviamento – che si aggiunga alla valutazione atomistica di beni e diritti - si dovrebbe concludere che esso sia associato a flussi che il terzo prevede di conseguire in futuro dall’esercizio dell’azienda ma che non esisterebbero neppure ipoteticamente in capo al debitore.** Vi possono tuttavia essere casi di non facile soluzione : si pensi alla presenza di beni immateriali (marchi, *know-how*) in ipotesi separabili dall’avviamento e atomisticamente liquidabili oppure al riconoscimento da parte dell’acquirente/assuntore del valore di mercato di un immobile (più alto di quello di liquidazione) oppure ancora, ammesso che sia ammissibile considerare l’utilità futura ricavabile dal cessionario distinta dal concetto di avviamento, ad un portafoglio lavori con margini positivi di una società di costruzioni (per la normativa sui lavori pubblici non si può cedere la commessa se non nell’ambito di una cessione d’azienda o di ramo di essa).