

L'ASSENZA DI PREGIUDIZIO E IL RISCHIO DI INSUCCESSO NEI PIANI CONCORDATARI

SOMMARIO: 1. Il principio di assenza di pregiudizio nel nuovo codice concorsuale. — 2. Il problema della valutazione del rischio nei piani concordatari. — 3. La rilevanza del rischio nell'impostazione della giurisprudenza. — 4. La valutazione del rischio nell'esperienza comparatistica: la prevalenza della tesi dell'attualizzazione dei crediti. — 5. La rilevanza del rischio per i creditori nella prospettiva costituzionale. — 5.1. (*Segue*): e sovranazionale. — 6. L'applicazione pratica del metodo dell'attualizzazione: il tasso e il momento rilevante.

1. Il Codice della crisi e dell'insolvenza stabilisce in più disposizioni che i creditori dissenzienti o non aderenti ad un piano di liquidazione o ristrutturazione devono essere soddisfatti in misura almeno « non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione giudiziale » (1). La previsione è contenuta anche nella direttiva (UE) n. 2019/1023 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 sui quadri di ristrutturazione preventiva, nella parte in cui stabilisce che è sempre necessario verificare « il migliore soddisfacimento dei creditori » quando vi siano dei dissenzienti (2).

(1) La previsione, seppur con sfumature diverse, si ripete lungo tutto il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d. lgs. 12 gennaio 2019, n. 14). In particolare, trova riconoscimento nel caso degli strumenti concordatari [artt. 25-*sexies*, comma 5°, 75, comma 2°, e 80, comma 3°, 84, comma 1°, 245, comma 5°, CCI]; e delle procedure basate su accordi [artt. 61, comma 2°, lett. *d*), 62, comma 2°, lett. *c*), 64-*bis*, comma 8°, 67, comma 4°, e 70, comma 9°, CCI]; nonché — più in generale — in quelle riferibili alla regolazione dell'insolvenza e della crisi di un gruppo di società [art. 285, comma 4°, CCI].

(2) La norma è contenuta nell'art. 10, comma 2°, lett. *d*) e art. 11, comma 1°, lett. *b*), dir. (UE) n. 2019/1023. In particolare, il miglior soddisfacimento dei creditori, secondo il legislatore europeo, è inteso nel senso di verificare che « nessun creditore dissenziente uscirà dal piano di ristrutturazione svantaggiato rispetto a come uscirebbe in caso di liquidazione [...] oppure nel caso del migliore scenario alternativo possibile se il piano di ristrutturazione non fosse omologato » [art. 2, comma 1°, n. 6), dir. (UE) n. 2019/1023]. Diversamente, però, che dalle previsioni nazionali, nell'impostazione del legislatore europeo sono previste due distinte possibilità: confrontare la soddisfazione promessa ai creditori con la liquidazione giudiziale (intesa come una liquidazione per settori o una vendita dell'impresa in regime di

Le disposizioni appena menzionate sono espressione di un vero e proprio principio, definibile *di assenza di pregiudizio*, vigente nell'ambito delle nuove procedure concorsuali. In particolare, il principio consiste in una verifica da operare quando il debitore vuole ottenere l'esdebitazione di una parte dei crediti e manchi il consenso (di tutti o solo di una parte) dei creditori. L'idea alla base è quella per cui si può superare il comportamento ostruzionistico o disinteressato di alcuni creditori, quando a questi sia comunque garantita — dalla procedura di risoluzione della crisi o dell'insolvenza prescelta — una soddisfazione almeno pari all'importo astrattamente ricavabile da un'ipotetica liquidazione giudiziale (ovvero sia assicurata ai creditori l'indifferenza economica del piano) (3). Il funzio-

continuità aziendale) oppure con il migliore scenario alternativo possibile se il piano non fosse omologato [v. art. 2, comma 1°, n. 6), dir. (UE) n. 2019/1023]. L'Italia ha optato per la prima e più restrittiva soluzione in quanto ha stabilito che i non aderenti devono essere sempre soddisfatti in misura almeno non inferiore rispetto alla liquidazione giudiziale (o in alcuni casi alla « alternativa liquidatoria », ad es. art. 120-*quater*, comma 3°, CCI), richiamando per la sola ipotesi del concordato nella liquidazione giudiziale, invece, le « alternative concretamente praticabili » (art. 245, comma 5°, CCI). Il principio di assenza di pregiudizio è stato analizzato dalla dottrina nella prospettiva della tutela costituzionale del credito, in proposito si v. I. DONATI, *Crisi d'impresa e diritto di proprietà. Dalla responsabilità patrimoniale all'assenza di pregiudizio*, in *Riv. soc.*, 2020, 164 ss.; ONORATO, *Accordi a sfavore di terzo? profili dei negozi sulla crisi d'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 905 ss. Per le diverse considerazioni in tema di scelta tra la liquidazione giudiziale e le altre alternative concretamente praticabili, nella prospettiva costituzionale della tutela del credito, si consenta, invece, il rinvio a L. SICIGNANO, *In bilico tra la forma e la sostanza: la tutela dei diritti proprietari degli azionisti e dei creditori nell'impostazione della giurisprudenza sovranazionale*, in questa *Rivista*, II, 2023, 304 ss. In relazione all'impiego della locuzione « alternativa liquidatoria », invece, si veda M. CAMPOBASSO, *La posizione dei soci nel concordato preventivo di società*, in questa *Rivista*, I, 174 ss., il quale osserva come il riferimento all'alternativa liquidatoria consenta di prendere in esame anche un'ipotetica liquidazione volontaria e non solo una giudiziale (scelta ritenuta meno precisa ma più corretta per il concordato preventivo, in quanto si tratta di una procedura possibile per tutti i casi di « crisi » di società e non solo di « insolvenza »).

(3) In molte procedure, invero, è presumibile riscontrare per molti creditori un comportamento opportunistico definito di « free-riding » o « hold-out », nel senso che questi rifiutano un accordo (anche conveniente) con l'obiettivo di ottenere il pagamento integrale della loro pretesa, che viene posta a carico della collettività interessata agli effetti dell'accordo. Il problema di tale approccio, però, è che nella maggioranza dei casi, il comportamento egoistico di un creditore determina un'ipotesi di fallimento del mercato, in cui non si giunge ad alcuna ristrutturazione/liquidazione consensuale. In tema, cfr. ANTONOFF, *Out-Of-Court Debt Restructuring And The Problem Of Holdouts And Free Riders*, in *ccbjournal.com*, 19 settembre 2013; COMIN, *Strategic behaviours and priority rules in debt restructuring*, in *European Insolvency and Restructuring Journal*, 2022, 1 ss.; MADDAUS, *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law*, in *European Business Organization Law Review*, vol. 19, 615 ss., in part. 636; KROHN, *Rethinking priority: The dawn of the relative priority rule and the new "best interests of creditors" test in the European Union*, in *International Insolvency Review*, 30(1), 75 ss. Con

namento è, in teoria, piuttosto semplice: deve essere confrontato *il valore di pagamento* (corrispondente al valore economico della soddisfazione promessa ad ogni singolo creditore nel piano) con *il valore di liquidazione* (ossia il valore economico ipotetico che spetterebbe al creditore da un'eventuale liquidazione giudiziale alla data della domanda). Tutte le volte in cui la cifra numerica determinata per il primo, ossia per il valore del pagamento, è superiore o almeno uguale alla cifra riferibile al secondo, ossia al valore di liquidazione, la verifica può dirsi superata (4).

La questione maggiormente problematica del principio in esame riguarda le modalità di determinazione delle cifre poste alla base della verifica, ossia del valore di liquidazione e di pagamento. In assenza di un'espressa previsione normativa occorre, invero, interrogarsi sul metodo da adottare per procedere al calcolo delle cifre da confrontare. La scelta è di estrema rilevanza perché può facilmente condizionare l'applicazione del principio in concreto: logico è osservare che più si ritiene alto (o basso) uno dei due valori del confronto e più facilmente potrà essere ritenuto rispettato (o meno) il principio.

In proposito, nella prassi della giurisprudenza si è già diffuso un primo orientamento per cui è adottato un metodo di calcolo dei due valori sottesi alla verifica che può essere definito *nominale*, dove nello specifico (5):

specifico riferimento alla disciplina italiana degli accordi di ristrutturazione, v. CONCA, *L'accordo di ristrutturazione dei debiti e la convenzione di moratoria: disciplina e prime considerazioni applicative*, in Ambrosini (diretto da), *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria, dopo le riforme del 2015 e 2016*, Bologna, 2017, 715 ss. Alla luce di quanto osservato, dunque, nella dottrina specialistica si ritiene che non vi sarebbe alcuna giustificazione razionale per non accettare un piano in grado di offrire al singolo creditore dissenziente una soddisfazione pari almeno al valore che riceverebbe nello scenario senza il piano. Cfr., EUROPEAN LAW INSTITUTE (ELI), *Rescue of Business in Europe*, Vienna, 2017, 288 ss.; ma v. anche HICKS, *Foxes Guarding the Henhouse: The Modern Best Interests of Creditors Test in Chapter 11 Reorganization*, in *Nevada Law Journal*, 2005, Vol. 5:820.

(4) L'effetto dell'applicazione del principio, in pratica, è quello di realizzare un adeguamento del valore nominale del credito al valore reale di probabile realizzo. Salvo quanto si dirà successivamente (§ 5), cfr. I. DONATI (nt. 2), 164 ss.; ONORATO (nt. 2), 905 ss.; nella prospettiva economica, cfr. ESPOSITO e GIOCOLI, *Principali e agenti nel nuovo diritto della crisi d'impresa*, in Pinto (a cura di), *Crisi di impresa e continuità aziendale: problemi e prospettive. Atti dell'incontro di studi Pisa, 7 febbraio 2020*, Torino, 2020, 13 ss.

(5) La recente entrata in vigore del Codice della crisi non consente di fare affidamento su un consolidato orientamento giurisprudenziale. Allo stato dell'arte, però, possono essere segnalate nel senso indicato del testo diverse decisioni, le quali nell'effettuare il confronto sembrerebbero adottare il cosiddetto *approccio nominale*. In ogni caso, però, occorre subito precisare che le decisioni dei tribunali pubblicate sulle riviste di settore non includono anche le relazioni degli esperti attestatori dove è possibile (almeno in alcuni casi) che si sia proceduto ad un'analisi molto più accurata dei valori considerati oppure (almeno in altri) che si sia proceduto all'attualizzazione, in parte, delle voci del credito. Nonostante

(i) il valore di liquidazione è ricostruito come la somma tra la cifra del valore ipotetico di realizzo dei beni (es. a seguito di asta giudiziaria) e quella corrispondente al valore ricavabile da tutte le azioni possibili in corso di procedura (es. azioni di responsabilità, revocatorie ecc.), sottratte le spese di conservazione del bene e generali della procedura (6);

(ii) il valore del pagamento è ritenuto corrispondente alla cifra che nel piano di ristrutturazione o liquidazione è indicata come pagamento promesso ai creditori (o nel caso di pagamento non monetario di soddisfazione promessa), anche quando questa è prevista in un arco di tempo particolarmente lungo o in piani il cui successo è solo probabile (7).

ciò, però, la valutazione andrebbe esplicitata nei provvedimenti dei tribunali in quanto — come sarà meglio chiarito nel corso del testo — si tratta di un approccio volto alla tutela dei creditori dissenzienti. E del resto, è così che avviene anche nei sistemi differenti da quello italiano (§ 4).

(6) In dettaglio, il procedimento usualmente utilizzato parte dal valore ipotetico di realizzo dei beni dell'impresa, estrapolando la maggior cifra tra la vendita in via unitaria o atomistica; a cui si sottrae il valore di adeguamento derivante da un'eventuale vendita forzata (es. il valore è diminuito del 15% perché l'immobile si vende nella seconda asta al ribasso ecc.); le spese, generali o con riguardo al singolo bene, che probabilmente deriveranno dalla procedura (i costi, notaio, delegato alla vendita, custode del bene ecc.); e a questa cifra si aggiunge poi quanto sarebbe ricavabile ipoteticamente da eventuali azioni giudiziarie (es. revocatorie). L'interpretazione sembrerebbe essere piuttosto consolidata, senza alcuna pretesa di esaustività v., Trib. Lecce, 17 ottobre 2022 con nota di TRENTINI, in *Fall.*, 2023, 527 ss.; Trib. Ivrea, 27 maggio 2022 e Trib. Roma, 17 novembre 2022, entrambe in *www.dirittodellacrisi.it*. Con riguardo alla necessità di tener conto anche delle valutazioni in ordine alla possibilità di esperire eventuali azioni risarcitorie o revocatorie, seppur con riguardo al sistema della legge fallimentare, si v. anche Cass., 15 giugno 2023, n. 17106. In dottrina, cfr., TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings. A Normative Foundation and Framework*, Oxford, 2019, 46 ss., il quale, però, distingue espressamente tra il *liquidation value* e il *market value*; nonché v. ALIPRANDI e TURCHI, *Il concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio alla luce delle prime pronunce di merito*, 29 novembre 2022, in *ilfallimentarista.it*; VATTERMOLI, *Ristrutturazione trasversale dei debiti*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 807 ss. Infine, per una rassegna delle diverse tesi in merito alle modalità di calcolo del valore di liquidazione, se in via atomistica o unitaria, v. BALLERINI, *art. 160, comma 2°, l. fall. (art. 85 c.c.i.i.), surplus concordatario e soddisfazione dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *Nuove leggi civ.*, 2021, 625 ss. e in part. v. nt. 10.

(7) Tra molte, si v., Trib. Como, 27 ottobre 2022, in *www.dirittodellacrisi.it* e in *www.ilcaso.it*, con riguardo al concordato semplificato; Trib. Brindisi, 10 gennaio 2023, in *www.ilcaso.it* in tema di transazione fiscale con una proposta di concordato in continuità. L'approccio troverebbe, poi, una conferma (seppure parziale) nella relazione di accompagnamento al primo decreto correttivo del Codice della crisi, dove il legislatore — forse senza troppo preoccuparsi della problematica in esame — ha *incidenter tantum* osservato che alla luce dei principi della legge delega « dovrebbe attribuirsi rilevanza esclusivamente al raffronto aritmetico tra flussi derivanti dalla prosecuzione dell'attività e flussi derivanti dalla liquidazione dei beni ». Così, Relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo, approvato dal Consiglio dei ministri in data 8 novembre 2018, 203 e 454. In dottrina, la soluzione menzionata nel testo è sostenuta da FISHER e MARTELL, *Does it Matter How Bankruptcy Judges Evaluate the Creditors' Best-*

L'orientamento appena descritto pone, però, alcuni dubbi, alla luce della semplice circostanza che i due valori sottesi al confronto sono molto diversi tra loro già su un piano economico: il valore di liquidazione è — in molti casi — un valore più realisticamente determinabile rispetto a quello di pagamento.

Le ragioni di questa differenza sono dovute ad alcune diversità strutturali: il valore di liquidazione è, invero, costituito da una cifra numerica definita a seguito di una stima sulla somma in denaro che i creditori ipotizzano di ricevere dalla liquidazione. La cifra è, dunque, determinata ipotizzando un'attività di realizzo di un patrimonio aziendale esistente, come la vendita di beni o altre utilità (es. brevetti, macchinari ecc.) a cui si aggiungono, in alcuni casi, le utilità ricavabili dall'esperimento di eventuali azioni (es. risarcitorie, revocatorie ecc.) (8). All'opposto, invece, il valore del pagamento è rappresentato dalla cifra numerica di

interests Test?, in *American Bankruptcy Law Journal*, 81 (4), 2007, p. 497 ss., i quali mediante un'analisi empirica — utilizzando i dati sulle ristrutturazioni nel sistema canadese — hanno dimostrato come nella pratica non si realizzi alcuna variazione nella selezione dei piani omologabili tra l'adozione di un metodo semplice nella determinazione del valore di pagamento e di liquidazione (cd. modello nominale menzionato nel testo) e un modello economico (ad esempio che includa nel valore considerato anche il rischio e il tempo). La ricerca, però, non sembra poter trovare applicazione anche nel sistema italiano, a causa delle sue specificità e anche alla luce delle nuove norme introdotte dal Codice della crisi. In proposito, si veda quanto sarà esposto nel corso del testo (§ 2 ss.).

(8) I problemi nel calcolo del valore di liquidazione riguardano essenzialmente problemi di determinazione finanziaria del valore di determinati beni o *assets*. La liquidazione, invero, sul piano teleologico è (spesso) un atto dovuto ed è sicuramente molto più semplice e lineare rispetto, ad esempio, all'amministrazione di un'impresa in continuità aziendale. La circostanza è nota in dottrina dove, invero, è stato proprio osservato che un conto è procedere alla stima del valore di realizzo di certi beni (es. valore di liquidazione), dove ci sono dei criteri ben definiti di determinazione; altro è stabilire se l'attività di impresa può essere utilmente continuata (es. valore di pagamento), dove le variabili sono pressoché infinite. In tema v., TERRANOVA, *Problemi di diritto concorsuale*, Padova, 2011, 118 s.; ID., *Salvaguardia di valori organizzativi e costi delle procedure concorsuali*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber Amicorum Pietro Abbadessa, vol. 3, Torino, 2014, 2793; ma vedi anche — seppur con riferimento alla composizione negoziata — per un esempio concreto delle tecniche di determinazione del valore di liquidazione, CARNEVALI e TARABUSI, *Composizione negoziata della crisi: la stima della liquidazione del patrimonio*, in www.dirittodellacrisi.it, 7 gennaio 2022. Seppur sia comunque un valore più facilmente determinabile, come sarà chiarito nel corso del testo, non si può trascurare che anche il valore di liquidazione può essere un valore *incerto*, sia per quanto riguarda la determinazione della cifra ricavabile con la liquidazione dei beni o del complesso aziendale, e sia per la determinazione di tutte quelle utilità ancorate a valutazioni solo prognostiche (es. nel caso di azioni risarcitorie bisogna effettuare una prognosi sulla fondatezza dell'azione, sulla capienza patrimoniale dei convenuti ecc.). Il tema è stato affrontato, specialmente dalla dottrina statunitense, con riguardo alle regole di distribuzione del valore e i connessi problemi che nelle trattative un'incerta valutazione del valore di liquidazione può determinare, tra molti v., BAIRD e BERNSTEIN,

un diritto di credito (non necessariamente in denaro) individuata da colui che redige il piano (spesso proprio il debitore). In questo caso, la cifra è, però, determinata sulla base di alcune valutazioni sul passato (es. entità e composizione dei debiti ecc.) e — soprattutto — sul futuro (es. previsioni di mercato ecc.). Sennonché, mentre le determinazioni sul passato potrebbero semplicemente non essere riportate correttamente dal debitore e porre un mero problema di responsabilità; le determinazioni sul futuro pongono diversi problemi perché sono previsioni — di per sé — sempre incerte, in quanto ancorate a dati solo stimati e inevitabilmente imprevedibili (9).

Il pericolo, dunque, è che il debitore adotti un approccio di determinazione del valore di pagamento particolarmente generoso che potrebbe, così, comportare un'elusione sostanziale (dolosa o meno) del principio di assenza di pregiudizio. Prendiamo, ad esempio, il caso dei piani di ristrutturazione: si può osservare come questi presuppongono un cambio di direzione dell'impresa (da un sistema in crisi ad uno efficiente) e, per far ciò, ipotizzano il concreto verificarsi di alcuni eventi di particolare complessità economico-finanziaria e con un diverso margine di rischio (ad es. vendita di un immobile ad un determinato prezzo, vendite di mercato superiori ad una determinata cifra ecc.). Si tratta, come già anticipato, di

Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, in *Yale Law Journal*, 2006, 115, 1930 ss.

(9) I piani industriali collegati alle ristrutturazioni (e in parte anche alle liquidazioni) sono di regola basati su valutazioni solo stimate e presuppongono la verifica di eventi sempre incerti (es. previsioni economiche ecc.) e per di più sono sensibili a tutte quelle sopravvenienze imprevedibili che incidono sul piano economico (es. guerre, pandemie ecc.). In dottrina, cfr. RANALLI, *La fattibilità del piano: luci, ombre e prospettive*, in Montalenti (a cura di), *Le Procedure Concorsuali Verso la Riforma tra Diritto Italiano e Europeo*, Milano, 2018, 74 ss.; ID., *“Logica” e “tecnica” dei piani di risanamento*, in Ferri Jr. e Vattermoli (a cura di), *Accordi di ristrutturazione, piani di risanamento e convenzioni di moratoria. Dalla legge fallimentare al Codice della crisi*, Pisa, 2021, 27 ss.; TRON, *La continuità aziendale, il riequilibrio economico-finanziario ed il processo di attestazione di un piano di risanamento: la complessità da affrontare*, *ivi*, 221 ss.; ma si v., per un'analisi nella prospettiva, economico-giuridica anche ABRIANI, *Valutazione e presidio della continuità aziendale tra scienze economiche e diritto societario della crisi*, in www.dirittodellacrisi.it, 24 novembre 2022. Alla luce di quanto detto nel testo, in alcune attestazioni è invalsa, perciò, la prassi condivisibile di valutare il piano sulla base di diversi scenari possibili (« best » e « worse case »), in base al concreto verificarsi di alcuni eventi (ad es. mancata vendita o meno di un certo immobile, ecc.). Tuttavia, anche queste previsioni non sono in grado di ipotizzare tutti gli accadimenti possibili e — in pratica — non riescono mai a prevedere il fallimento completo del piano, ovvero il mancato superamento della crisi e la necessità di intraprendere una nuova procedura concorsuale, nonostante si tratti di eventi piuttosto frequenti. Questo, perché — da un lato — se è possibile prevedere l'insuccesso del piano è anche possibile impedirlo e — dall'altro — perché ipotizzare uno scenario disastroso renderebbe il tutto troppo rischioso e non omologabile.