

# Rapporti tra creditori e tra soci e creditori nella distribuzione del patrimonio di società in concordato preventivo, tra priorità assoluta e relativa

## *Relationships among creditors and between shareholders and creditors concerning the distribution of a company's value in the composition with creditors: absolute vs relative priority rule*

Filippo Viola\*

---

### ABSTRACT

Il lavoro si propone di esaminare, anche alla luce dell'approvazione della Direttiva UE 2019/1023 recante la disciplina dei c.d. quadri di ristrutturazione preventiva e della prossima entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, il problema della distribuzione della ricchezza dell'impresa in forma societaria nel concordato preventivo. In particolare, si affronta la questione della specifica forma di priorità (assoluta o relativa) che deve presiedere alla ripartizione del "valore" dell'impresa, tanto per risolvere il conflitto interno alla categoria dei creditori sociali, quanto il conflitto tra l'interesse dei creditori e quello dei soci. A tal fine, si valorizzano le differenze tra concordati liquidatori e concordati in continuità aziendale, che formano oggetto di separata analisi nel corso dell'articolo.

**Parole chiave:** *absolute priority rule – relative priority rule* – concordato preventivo – concordato liquidatorio – concordato in continuità

*This article investigates the issue of a company's value distribution in the context of the composition with creditors also in light of the approval of EU Directive 2019/1023 on preventive restructuring frameworks and of the forthcoming entry into force of the new Italian*

---

\* Dottorando di ricerca in diritto commerciale e industriale (Dottorato in "Diritto comparato, privato, processuale civile e dell'impresa" presso l'Università degli studi di Milano); email: [filippo.viola@unimi.it](mailto:filippo.viola@unimi.it)

*Bankruptcy Code. In particular, the question concerning which form of priority (absolute or relative) shall regulate a firm's value distribution is addressed, in order to settle both the conflict among different creditors and the conflict between creditors and shareholders. For these purposes, compositions which provide for a market sale of the firm and compositions which provide for the continuation of the business are the object of separate analyses.*

**Keywords:** *absolute priority rule – relative priority rule – composition with creditors – firm market sale – continuation of the business*

---

## SOMMARIO

1. Il problema: la scelta della regola distributiva applicabile nel concordato preventivo (art. 160, secondo comma, l. fall.). – 2. La tesi più “rigorosa” (APR). – 3. La tesi più “aperta” (EU RPR). – 4. Il concordato liquidatorio: APR come scelta preferibile. – 5. *Segue*: ulteriori argomenti a sostegno della APR. – 6. Il concordato in continuità aziendale. Applicabilità della APR. – 7. *Segue*: il problema della stima della “ricchezza da risanamento”. – 8. Continuità e EU RPR. – 9. *Segue*: il rispetto della regola distributiva come condizione di ammissibilità della proposta. – 10. Il conflitto “distributivo” tra soci e creditori. – 11. Continuità e APR nel rapporto soci-creditori. – 12. APR “debole”: *New Value Exception* e *Small-Medium Enterprises Equity Retention Plan*. – 13. *Segue*: la US RPR. – 14. Continuità e EU RPR nel rapporto soci-creditori. – 15. Conclusioni.

### *1. Il problema: la scelta della regola distributiva applicabile nel concordato preventivo (art. 160, secondo comma, l. fall.).*

Con una recente pronuncia<sup>1</sup>, la Corte di Cassazione è tornata sul tema del trattamento dei creditori nel concordato preventivo. Si conferma, pertanto, l'attualità di un dibattito che, sebbene impegni da tempo la dottrina e la giurisprudenza (non solo domestiche), appare ancor più vivo a seguito della approvazione della Direttiva UE 2019/1023 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, recante la disciplina dei c.d. quadri di ristrutturazione preventiva (di seguito, anche Direttiva), e della prossima entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d'ora innanzi, c.c.i.i.)<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>Cass. civ., sez. I, 8 giugno 2020, n. 10884, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), con nota di G. D'ATTORRE, *La distribuzione del patrimonio del debitore tra absolute priority rule e relative priority rule*, in *Fall.*, 2020, 1072 ss.

<sup>2</sup>Si tratta del d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, in attuazione della l. 19 ottobre 2017, n. 155, la cui entrata in vigore, per le disposizioni che qui rilevano, è stata differita, ai sensi della l. 5 giugno 2020, n. 40, di conversione del d.l. 8 aprile 2020, n. 23, al 1° settembre 2021, in considerazione dell'instabilità del quadro economico nazionale causata dall'emergenza sanitaria de-

Il problema affrontato dalla Suprema Corte, sia pure nella brevità della motivazione offerta, risiede nella interpretazione del significato da attribuire al secondo comma dell'art. 160 l. fall.<sup>3</sup>, e sollecita alcune riflessioni.

Anzitutto, giova qui ricordare che il secondo comma dell'art. 160 l. fall. può essere agevolmente scomposto in due proposizioni normative autonome, seppur tra loro connesse, corrispondenti al primo e al secondo periodo della citata disposizione.

Recita il primo periodo (che corrisponde sostanzialmente all'art. 85, settimo comma, c.c.i.i.) che «la proposta può prevedere che i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purché il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della 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 indicato nella relazione giurata di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d)». Coerentemente, l'art. 177, terzo comma, l. fall., prevede che, ai fini della legittimazione al voto sulla proposta concordataria, i creditori prelatizi dei quali non è prevista la soddisfazione integrale siano equiparati ai chirografari per la parte residua del credito.

---

rivante dalla pandemia di COVID-19. In particolare, la relazione illustrativa al d.l. da ultimo menzionato, individua, all'art. 5, le ragioni che hanno indotto a disporre il differimento dell'entrata in vigore del c.c.i.i.: (i) incompatibilità della situazione di crisi generalizzata con il sistema delle c.d. misure di allerta, previste dalla nuova disciplina, concepito per funzionare in un contesto ove, fisiologicamente, la maggior parte delle imprese non si trovi in uno stato di crisi e i c.d. indicatori svolgano un ruolo effettivamente selettivo; (ii) esigenza di evitare che il c.c.i.i. non tegna fede alla dichiarata "filosofia di fondo" di promuovere la continuità aziendale e relegare gli strumenti liquidatori ad "*extrema ratio*"; (iii) opportunità di affrontare un momento di significativa incertezza economica con uno strumento ormai già ben collaudato, quale la legge fallimentare; (iv) possibilità di vedere applicato, grazie al differimento, un c.c.i.i. già allineato alla normativa comunitaria contenuta nella Direttiva.

<sup>3</sup> Con l'inserimento, ad opera del d.lgs. n. 169/2007, di un secondo comma all'art. 160 l. fall., si sono risolte alcune delle questioni interpretative che erano sorte nel vigore della precedente formulazione. Si trattava, in particolare del problema della ammissibilità della falcidia dei creditori assistiti da una causa di prelazione nel concordato preventivo (allora prevista solo per il concordato fallimentare dall'art. 124 l. fall., come modificato dal d.lgs. n. 5/2006) e, in particolare, dei privilegiati generali, ai quali non sembrava, invero, potersi riferire, sia pure per analogia, la norma dettata per il concordato fallimentare (che all'art. 124, come modificato dal d.lgs. n. 5/2006, richiamava genericamente la falcidiabilità dei creditori «muniti di diritto di prelazione» e il «cespite» o «credito oggetto della garanzia»). Per un *excursus* sulle riforme del diritto fallimentare del 2005-2007, quanto al tema che interessa ai fini del presente lavoro, si veda P. CATALLOZZI, *La falcidia concordataria dei crediti assistiti da prelazione*, in *Fall.*, 2008, 1009 ss.

Ai sensi del secondo periodo (che corrisponde all'art. 85, sesto comma, c.c.i.i.), «il trattamento stabilito per ciascuna classe non può avere l'effetto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione»<sup>4</sup>.

All'evidenza, in via generale, quello che l'art. 160 l. fall. pone è un tipico problema distributivo. Si richiede, infatti, di individuare il criterio che presiede alla ripartizione fra più soggetti di una certa quantità di ricchezza. La ricchezza da distribuire equivale al valore residuo dell'impresa nel caso del concordato liquidatorio, ovvero a quello futuro, generato da una eventuale virtuosa gestione dell'attività, nell'ipotesi in cui il piano concordatario contempli la continuità (c.d. diretta)<sup>5</sup>. I soggetti che partecipano alla distribuzione del valo-

---

<sup>4</sup> Così, nonostante il debitore goda di ampia autonomia nel disegnare il contenuto della proposta di concordato, non solo per quanto riguarda le modalità di soddisfazione, ma anche con riferimento al rapporto tra i trattamenti previsti per i diversi creditori, il legislatore ha voluto comunque richiamare il principio secondo cui l'attuazione della responsabilità patrimoniale esige il rispetto delle cause di prelazione. Varrà da subito sottolineare come non manchi in dottrina chi non riconosce al concordato preventivo la natura di strumento di attuazione della responsabilità patrimoniale: cfr. G. FERRI jr, *Garanzia patrimoniale e disciplina dell'impresa in crisi*, in AA.VV., *Diritto fallimentare. Manuale breve*<sup>2</sup>, Milano, Giuffrè, 2013, 66; Id., *Il trattamento dei creditori nel concordato tra competenze collettive e interessi individuali*, in ODCC, 2015, 371 ss., 376 e 381-382; analogamente, F. D'ALESSANDRO, *La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma: profili generali*, in *Giust. civ.*, 2006, II, 329 ss., 334.

<sup>5</sup> Ai fini del presente lavoro, verranno prese in considerazione, in quanto esemplificative di un contrasto di fondo, esclusivamente le fattispecie del concordato liquidatorio e in continuità c.d. diretta, per cui ogni riferimento al concordato in continuità, senza alcuna altra specificazione dovrà intendersi fatto al concordato in continuità diretta.

Cionondimeno, ai concordati liquidatori sembrerebbero potersi assimilare, con riferimento al tema qui discusso, – sebbene la questione sia degna di un più meditato approfondimento che trascende i fini del presente scritto – quei concordati con continuità c.d. indiretta nei quali, al pari dei concordati liquidatori, i creditori non possono fare affidamento su eventuali ricavi futuri derivanti dalla prosecuzione dell'attività. Si tratta dei casi in cui il piano prevede che, pur conservandosi l'impresa in esercizio, tali ricavi vadano a beneficio di un diverso soggetto giuridico (terzo cessionario o conferitario). Cfr., in tal senso, G. D'ATTORRE, (nt. 1), 1077, *sub* nota 20; Id., *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 359 ss., 370; Cfr. anche V. PINTO, *Le fattispecie di continuità aziendale nel concordato nel Codice della Crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 372 ss., 394, *sub* nota 50, ove si puntualizza che il «ricavato della continuità» che costituisce la fonte (principale) del soddisfacimento dei creditori nel concordato con continuità indiretta non è dato dai flussi di reddito attesi dalla prosecuzione dell'esercizio dell'impresa, ma dai proventi percepiti dal debitore in virtù del titolo tramite il quale la gestione o la titolarità è stata affidata ad un terzo. Proventi (che possono consistere nel prezzo della cessione dell'azienda in esercizio, nel canone di affitto o usufrutto della stessa, oppure, nel caso di conferimento di azienda, negli utili distribuiti dalla società conferitaria o nel corrispettivo del trasferimento della partecipazione sociale) che non coincidono con – ma descrivono solo in via indiretta – la vera e propria “ricchezza del risana-

re conteso sono, anzitutto, i vari creditori, i quali si presentano con diversa “forza”, in ragione dell’eventuale presenza di titoli di prelazione che assistano le rispettive pretese. Si pone, qui, l’esigenza di trovare un equilibrio tra la valorizzazione dell’autonomia del debitore, da un lato, nell’ottica di favorire l’adozione di soluzioni concordate della crisi, e, dall’altro, la salvaguardia delle prerogative dei creditori, coerentemente con le rispettive posizioni di “forza”, nonché delle loro istanze di certezza, con l’obiettivo di non disincentivare o contrarre la concessione del credito alle imprese. Occorre essere, infatti, sin da subito consapevoli che ogni tentativo di interpretare in modo “rigido” le norme che tutelano le ragioni dei creditori più in alto nell’ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio del debitore e che quindi limitano lo “spazio di manovra” di quest’ultimo, rischiano di ingessare eccessivamente la proposta e di imporre condizioni spesso inaccettabili per molti creditori, tali da determinare, nei fatti, l’impraticabilità della soluzione concordataria, con l’ulteriore effetto, paradossale, di negare al ceto creditorio quella miglior tutela che il concordato mira a offrirgli<sup>6</sup>.

Più in particolare, ciò che occorre approfondire è il significato specifico da attribuire al divieto di alterare l’ordine delle cause legittime di prelazione di cui al secondo periodo dell’art. 160, secondo comma, l. fall., in quanto l’espressione utilizzata dal legislatore, se da un lato evoca l’idea di una qualche priorità dei soggetti cui l’ordinamento attribuisce una posizione più “forte” (o *senior*, nel linguaggio d’oltreoceano) rispetto a coloro che occupano un gradino inferiore, dall’altro non consente – anche alla luce dell’interazione con il primo periodo – di comprendere agevolmente in che modo tale priorità si concretizzi<sup>7</sup>.

---

mento” e che, invece, potrebbero essere, per taluni versi, assimilati al prezzo atteso dalla cessione dei beni di un concordato liquidatorio. Non sarebbero, tuttavia, da ricondurre a siffatta categoria di continuità indiretta tutti quei piani che, pur contemplando la continuità aziendale in capo ad un soggetto diverso dal debitore in concordato, prevedano il soddisfacimento dei creditori mediante “cartolarizzazione” del valore dell’impresa in esercizio in strumenti finanziari (di partecipazione o di credito) emessi dalla società che risulta titolare del complesso aziendale.

<sup>6</sup>Cfr. F. GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi dei creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società*, in *Dir. fall.*, 2010, I, 707 ss., 716.

<sup>7</sup>Riconosce la natura «ambigua» della norma di cui all’art. 160, secondo comma, secondo periodo, l. fall., recentemente, G. TERRANOVA, *I concordati in un’economia finanziaria*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 11 ss., 17-18.

## 2. La tesi più “rigorosa” (APR).

Secondo una tesi più “rigorosa”<sup>8</sup>, che mira a riprodurre nel concordato preventivo il meccanismo che trova pacificamente attuazione nell’esecuzione individuale e nel concorso fallimentare, il divieto di alterare l’ordine delle cause legittime di prelazione comporterebbe: (i) in relazione ai creditori prelatizi, l’impossibilità di soddisfare, con risorse provenienti dal bene posto a garanzia e anche quando tali risorse vengano incrementate grazie al concordato, alcun creditore di rango inferiore, finché il creditore di rango superiore non sia integralmente soddisfatto<sup>9</sup>; (ii) con riferimento ai creditori chirografari, l’impossibilità di soddisfare, sebbene parzialmente, alcun creditore postergato<sup>10</sup>, se al chirografario non è offerto un “pagamento” integrale<sup>11</sup>. L’unica ipotesi in cui diverrebbe possibile passare al soddisfacimento del creditore di rango inferiore, nonostante il mancato pagamento integrale del creditore sovraordinato, sarebbe quello in cui vengano utilizzate, a tal fine, risorse finanziarie “terze”, non provenienti dal patrimonio assoggettato al concorso<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> Cfr., per tale espressione L. STANGHELLINI, *Il concordato con continuità aziendale*, in *Fallimento*, 2013, 1222 ss., 1240. A tal proposito, si è anche parlato di una versione “forte” della regola di graduazione, in quanto contrapposta ad una versione “debole”: G. D’ATTORRE, (nt. 1), 1072 ss.; ID., *Concordato con continuità ed ordine delle cause di prelazione*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 39 ss., 40-41. Analogamente A. ROSSI, *Le proposte “indecenti” nel concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 331 ss., 333-334. Riprende i termini della *summa divisio* tra la versione “forte” e quella “debole” A. MUNARI, *Concordato preventivo e destinazione dei canoni di locazione di immobili ipotecati: un possibile percorso interpretativo*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 873 ss., 888.

<sup>9</sup> Ciò in quanto nella distribuzione dell’attivo fallimentare si potrebbe procedere al riparto in favore del prelatizio di grado inferiore ovvero del chirografario, solo a condizione che con il ricavato della liquidazione del bene oggetto della garanzia sia stato soddisfatto integralmente il creditore garantito.

<sup>10</sup> Si fa riferimento, ovviamente, alla luce del fenomeno della subordinazione relativa, ai creditori che risultano postergati rispetto ad uno specifico creditore chirografario preso come riferimento.

<sup>11</sup> Siccome nel fallimento ai chirografari sarebbe destinato l’intero ammontare delle risorse residue dalla soddisfazione dei creditori prelatizi.

<sup>12</sup> L’interpretazione più “rigorosa” – sia con riferimento al concordato liquidatorio che a quello in continuità – è proposta da L. STANGHELLINI, (nt. 8), 1240; si vedano anche G. BOZZA, *Il trattamento dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2012, 377 ss., 378-379; ID., *Formazione delle classi e alterabilità delle graduazioni legislative*, in *Fall.*, 2009, 7 ss., 8 ss.; A. ROSSI, (nt. 8), 333-334; D. VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale, Absolute Priority Rule e New Value Exception*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 331 ss., 341-343; D. GALLETTI, *I proventi della continuità, come qualsiasi surplus concordatario, non sono libe-*

Tale tesi sembrerebbe replicare il modello che si basa, per richiamare l'espressione in uso nell'ambiente in cui è stata elaborata, sulla c.d. *absolute priority rule* (o APR). Si tratta di una delle regole più risalenti ed al contempo longeve della disciplina della *Reorganization* statunitense<sup>13</sup>, che sembrava

---

ramente distribuibili, in *ilFallimentarista*, focus del 16 marzo 2020, par. 1 ss.; A. PALUCHOWSKI, *I poteri del tribunale in sede di ammissione e nel corso della procedura di concordato preventivo con particolare riferimento alle ipotesi di conversione della procedura in fallimento*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 576 ss., 595; P.F. CENSONI, *I diritti di prelazione nel concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 20 ss., 34; A. JORIO, *Art. 160*, in AA.VV., *La legge fallimentare dopo la riforma*<sup>2</sup>, a cura di A. NIGRO, M. SANDULLI, V. SANTORO, III, Torino, Giappichelli, 2010, 2037 ss., 2048; limitatamente al concordato liquidatorio: M. VITIELLO, *Il concordato preventivo con classi nella prospettiva liquidatoria e nella prospettiva del risanamento*, in *il-Fallimentarista*, 23 dicembre 2011, par. 3; R. RANALLI, *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2014, 1350 ss., 1353-354.

In giurisprudenza sembrerebbe accogliere l'orientamento più rigoroso Cass. civ., sez. I, 27 dicembre 2019, n. 34539; si veda anche, tanto per il concordato liquidatorio quanto per quello in continuità, Trib. Milano, 15 dicembre 2016; in relazione al concordato con continuità: Trib. Catania, 24 luglio 2019, in *ilFallimentarista*; App. Torino, 31 agosto 2018; Trib. Milano, 5 dicembre 2018, con nota critica – quanto al principio di diritto affermato e non quanto alla decisione del caso concreto – di A. GUIOTTO, *Destinazione dei flussi di cassa e gestione dei conflitti d'interessi nel concordato preventivo con continuità aziendale*, in *Fall.*, 2019, 1095 ss.; Trib. Padova, 24 gennaio 2018; per il concordato con cessione dei beni: App. Venezia, 12 maggio 2016; Trib. Milano, 20 luglio 2011; Trib. Treviso, 11 febbraio 2009; con riferimento al concordato fallimentare Trib. Messina, 18 febbraio 2009; tutte le pronunce, ove non diversamente indicato, sono reperibili in internet al seguente indirizzo: [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>13</sup> Sebbene il sintagma *absolute priority rule* sia stato utilizzato per la prima volta in un saggio della fine degli anni venti del secolo scorso (J. C. BONBRIGHT, M.M. BERGERMAN, *Two rival theories of priority rights of securities holders in a corporate reorganization*, 1928) l'idea che esso esprime, era già, a quell'epoca, frequentemente riconosciuta in giurisprudenza come *fixed principle* cui la *reorganization* doveva conformarsi. Infatti, sin dal 1913, con la Sentenza resa dalla *Supreme Court* nel caso – poi divenuto paradigmatico, al punto da prestare il proprio nome al principio che enunciava – *Northern Pacific Railway v. Boyd*, 228 U.S. 482 (1913) si era affermato che senza l'espresso assenso dei *junior creditors*, nessun valore poteva essere distribuito in favore degli *equityholders* della società in crisi (si trattava, quindi, in quel caso, del rapporto tra soci e creditori, ma il principio distributivo che si enunciava era destinato a valere, come testimonia l'attuale formulazione del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*, anche tra creditori di rango diverso). In ogni caso, ancor prima della coniazione dell'espressione *absolute priority rule* era opinione diffusa che la “*rule of Boyd*” (come a quel tempo veniva chiamata la priorità assoluta) attenesse alla giustizia o *fairness* del piano. Così, l'espressione *fair and equitable*, interpretata costantemente dalla giurisprudenza come fonte della regola della priorità assoluta, fu recepita, dapprima all'interno del *Bankruptcy Act* del 1898, poi nel vigente *Bankruptcy Code*. Nella attuale formulazione del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*, la natura *fair and equitable* del piano, tale da consentirgli – laddove sussistano anche ulteriori condizioni – di ricevere la *confirmation* dell'Autorità Giudiziaria nonostante il dissenso di una o più classi

aver fatto breccia anche nell'ordinamento giuridico europeo, con la proposta di Direttiva UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 novembre 2016 in materia di procedure preventive di ristrutturazione della crisi d'impresa<sup>14</sup> (per brevità, la Proposta). Essa esprime il principio secondo il quale i soggetti che occupano una posizione *junior* nell'ordine di distribuzione del patrimonio responsabile non possono ricevere alcunché se coloro che sono ad essi preferiti non risultano integralmente soddisfatti<sup>15</sup>. È questa, all'evidenza, una regola che tenta di replicare, nell'ambito della procedura di *Reorganization* disciplinata dal *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* il modello distributivo proprio della liquidazione di cui al *Chapter 7* dello stesso codice. L'attributo "assoluta" riferito al sostantivo "priorità" si traduce, allora – in termini normativi – nel diritto (ovvero nell'obbligo, se si guarda dalla prospettiva del debitore) all'integrale soddisfacimento che dalla posizione di priorità promana.

Peraltro, con riferimento ai profili "dinamici" della regola, è opportuno notare come tanto nell'ordinamento statunitense<sup>16</sup>, quanto nel modello di cui alla citata Proposta<sup>17</sup>, a differenza dell'ordinamento italiano ove il rispetto delle cause di prelazione dovrebbe assurgere a condizione di ammissibilità della proposta<sup>18</sup>, la APR viene in rilievo esclusivamente come forma di tutela "au-

---

di soggetti chiamati al voto, è testualmente riferita al rispetto della regola di priorità assoluta nei confronti dei dissenzienti.

Per una ricostruzione storica della *absolute priority rule* nell'ordinamento statunitense, ancorché nell'ottica di evidenziarne il ruolo asseritamente non centrale per la teoria del *debt pricing* nonché la sua "mistificazione" ad opera della dottrina, si veda, per tutti, S.J. LUBBEN, *The overstated absolute priority rule*, in 21 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 581 (2016), 585 ss.

<sup>14</sup> Si vedano, in relazione alla Proposta, i lavori di: A. NIGRO, *La proposta di direttiva comunitaria in materia di disciplina della crisi delle imprese*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, 201 ss.; A. SANTONI, *Gli azionisti e i detentori di strumenti di capitale nella proposta di direttiva in materia di crisi d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 335 ss.

<sup>15</sup> In relazione alla APR nell'ordinamento nord-americano, N. L. GEORGAKOPOULOS, *New value, after LaSalle*, 20 *Bankr. Dev. J.* 1 (2003), 4 ss.; J.M. SEYMOUR, S.L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, (December 4, 2019), *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2019-84*, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com), 3 e 15 ss. Peraltro, sebbene la regola base sia la APR a garanzia del pagamento integrale dei creditori *senior* prima di procedere alla distribuzione in favore di soggetti sotto-ordinati, in relazione ai *secured creditors* la disciplina della *reorganization* fa riferimento al valore del bene o diritto sul quale insiste la garanzia.

<sup>16</sup> Cfr. la disciplina contenuta nel *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*, paragrafo 1129 (b).

<sup>17</sup> Cfr. la disciplina contenuta nell'art. 11 della Proposta.

<sup>18</sup> Cfr., G. D'ATTORRE, (nt. 8), 56-57; ragionamento da ultimo ripreso dallo stesso a., (nt. 1), 1079. In giurisprudenza, si vedano le numerose sentenze che affrontano il tema del rispetto

tonoma”<sup>19</sup> dei soggetti interessati e chiamati all’approvazione del piano<sup>20</sup>. Infatti, il rispetto della priorità assoluta è vagliato non d’ufficio dal giudice al momento della presentazione della domanda di accesso alla procedura, ma solo – in una logica basata sull’impulso di parte – nell’ipotesi di dissenso di una o più delle classi di votanti. In tale evenienza, il piano può essere imposto alla classe dissenziente e ritenuto approvato – secondo il meccanismo della ristrutturazione trasversale dei debiti (*cross-class cram down*) – laddove siano soddisfatte talune condizioni<sup>21</sup>, tra le quali, appunto, il rispetto della *absolute priority rule* in relazione alla classe dissenziente<sup>22</sup>.

Occorre, inoltre, precisare che la regola in esame descrive sia nell’ordinamento statunitense che nel sistema delineato dalla Proposta il diritto ad un certo livello di trattamento che non assume carattere individuale, ma si atteggia come diritto “del gruppo” dei creditori – *rectius*, di ciascuna classe di creditori o soggetti interessati all’approvazione – cui gli stessi (a maggioranza) possono anche rinunciare, approvando la proposta ed imponendo tale scelta ai singoli dissenzienti<sup>23</sup>.

---

dell’ordine delle cause legittime di prelazione al momento – e ai fini – della ammissibilità della proposta, tra le quali, Trib. Milano, 15 dicembre 2016, (nt. 12); Trib. Pisa, 26 Febbraio 2016 e Trib. Torre Annunziata, 29 luglio 2016, entrambe reperibili in internet al seguente indirizzo: [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>19</sup> In senso analogo, discorre di una forma di tutela “interna” o “autotutela”, in quanto contrapposta ad una forma di “etero-tutela”, D. VATTERMOLI, (nt. 12), 338 ss.

<sup>20</sup> L’art. 9, primo paragrafo, della Proposta rimetteva inoltre agli Stati membri la facoltà di ammettere al voto sulla approvazione del piano i soci o i detentori di strumenti di capitale interessati dallo stesso, sebbene inserendoli in una apposita classe.

<sup>21</sup> Ai sensi del *Chapter 11 del Bankruptcy Code*, in aggiunta alla *absolute priority rule* altre due condizioni devono sussistere ai fini del *cram-down*, e segnatamente: (i) l’approvazione del piano da parte di almeno una classe di creditori pregiudicati o *impaired* – ossia non soddisfatti integralmente – nonché (ii) il fatto che il piano non discrimini i creditori illegittimamente o *unfairly*.

Con riferimento alla Proposta, le ulteriori condizioni sono elencate all’art. 11 della medesima, il quale rinvia anche al par. 2 dell’art. 10, che elenca i requisiti necessari per l’omologazione di quei piani che non possono vincolare le parti se non omologati dall’autorità giudiziaria o amministrativa.

<sup>22</sup> Ne deriva, dunque, che se il valore complessivo dell’impresa è inferiore rispetto all’ammontare dei crediti vantati dai creditori di rango più elevato, un piano che preveda un qualche pagamento in favore di creditori di rango inferiore (ovvero del debitore o dei soci), è destinato a non superare, per via della APR, il vaglio giudiziale (salvi, ovviamente, i casi nei quali un vaglio giudiziale non si dia, in quanto le classi di creditori che occupano posizioni più elevate e che siano danneggiate dal piano, lo abbiano espressamente accettato).

<sup>23</sup> Cfr. G. D’ATTORRE, (nt. 1), 1079.

### 3. La tesi più “aperta” (EU RPR).

Secondo una tesi più “aperta”, il rispetto dell’ordine delle cause legittime di prelazione richiederebbe solamente che al creditore di rango superiore sia assicurato, per un verso, un soddisfacimento non inferiore a quello che potrebbe ricavare da una eventuale liquidazione fallimentare, e, per altro verso, un trattamento migliore di quello previsto per ciascun creditore di rango inferiore<sup>24</sup>.

Tale tesi richiama, invero, una regola distributiva che – con un cambiamento di rotta rispetto alla citata Proposta – è stata introdotta nell’ordinamento giuridico europeo dalla versione finale della Direttiva<sup>25</sup>. Infatti, pur rimanendo immutate molte delle caratteristiche del sistema contemplato dalla Proposta<sup>26</sup>, si è assistito al passaggio dalla previsione della APR quale unica regola volta a definire il criterio di ripartizione della ricchezza dell’impresa decotta, ad un regime flessibile, ove agli Stati membri è rimessa la scelta della regola distributiva, tra due alternative. Alla *absolute priority rule* – che opera solo laddove il singolo Stato membro opti testualmente per tale regime<sup>27</sup> – si af-

---

<sup>24</sup> Cfr. in dottrina P. CATALLOZZI, (nt. 3), 1014-1015; S. BONFATTI, *La disciplina dei creditori privilegiati nel concordato preventivo con continuità aziendale*, in *Società, banche e crisi d’impresa, Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, Utet, 2014, 2982 ss., 3002 ss.; G. D’ATTORRE, (nt. 1), 1076 ss.; con specifico riferimento al concordato in continuità: F. GUERRERA, (nt. 6), 720 ss.; G. D’ATTORRE, (nt. 8), 42-44 e 54-55; R. RANALLI, (nt. 12), 1354.

In giurisprudenza, App. Torino, 14 ottobre 2010, in *Fallimento*, 2011, 349 ss., con nota adesiva di P. GENOVIVA, *La relazione del professionista ex art. 160 l. fall. ed il trattamento dei creditori prelatizi nel difficile percorso del nuovo concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2011, 352 ss., 358; Trib. Torre Annunziata, 29 luglio 2016, (nt. 18); App. Venezia, 19 luglio 2019 n. 3042, disponibile sulla banca dati *Leggi d’Italia* (con specifico riferimento al concordato in continuità diretta), con nota sostanzialmente adesiva di D. MANENTE, *Due provvedimenti sulla destinazione dei flussi finanziari nel concordato preventivo con continuità aziendale: tesi e antitesi*, in *Dir. fall.*, 2020, II, 875 ss.; Trib. Treviso, 16 novembre 2015, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (in una ipotesi di concordato liquidatorio).

<sup>25</sup> Sulla Direttiva si veda L. PANZANI, *Il preventive restructuring framework nella Direttiva 2019/1023 del 20 giugno 2019 ed il codice della crisi. Assonanze e dissonanze*, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), par. 7. Si veda anche, nell’ottica di un confronto tra la regola distributiva prevista nella Direttiva e quella contenuta nel *Chapter 11 del Bankruptcy Code*, J.M. SEYMOUR, S.L. SCHWARCZ, (nt. 15), 6 ss.

<sup>26</sup> Si fa riferimento, in particolare: (i) alla facoltà riconosciuta agli Stati membri di ammettere i detentori di strumenti di capitale al voto per l’approvazione del piano; (ii) al meccanismo di ristrutturazione trasversale dei debiti, secondo il quale il dissenso di una classe può essere superato, laddove l’autorità giudiziaria accerti che il piano soddisfa talune condizioni.

<sup>27</sup> Cfr. l’art. 11, par. 2 della Direttiva.

fianca (e si contrappone) una regola differente – che, peraltro, opera di *default*, ossia fuori dai casi in cui vi sia diversa previsione del singolo Stato membro<sup>28</sup> – secondo la quale il piano di concordato può essere considerato come approvato nonostante il dissenso di una classe, anche laddove vi sia stata una qualche distribuzione di risorse in favore delle classi inferiori a quella dissenziente, purché detta distribuzione sia di misura inferiore a quella prevista, appunto, per la classe dissenziente<sup>29</sup>. In sostanza, il concordato in tanto vincola i dissenzienti, in quanto, nei loro confronti – oltre alle altre condizioni richieste dalla Direttiva, tra cui l’assenza di qualunque svantaggio rispetto alla liquidazione<sup>30</sup> – supera il c.d. *fairness test*, nella misura in cui garantisce loro un trattamento «almeno tanto favorevole quanto quello delle altre classi dello stesso rango e più favorevole delle classi inferiori»<sup>31</sup>. Non è più, allora, il soddisfacimento integrale ciò a cui questa differente forma di priorità dà diritto, ma l’attribuzione di un valore che, ad un tempo, non sia inferiore rispetto a ciò che si otterrebbe nella liquidazione e sia “superiore”<sup>32</sup> rispetto a quanto assegnato alle classi sottostanti.

---

<sup>28</sup> Cfr. l’art. 11, par. 1 della Direttiva.

<sup>29</sup> Così dispone l’art. 11, par. 1, lett. c) della Direttiva.

<sup>30</sup> Il confronto con l’alternativa liquidatoria si ricava dal richiamo che l’art. 11, par. 1, lett. a) della Direttiva fa all’art. 10, par. 2, lett. d) della medesima, ove si richiede che il piano «superi la verifica del miglior soddisfacimento dei creditori»; la stessa Direttiva precisa poi che tale requisito si ritiene soddisfatto laddove, alternativamente: (i) nessun dissenziente esca dal piano di ristrutturazione svantaggiato rispetto a come uscirebbe in caso di liquidazione; (ii) nessun dissenziente esca dal piano di ristrutturazione svantaggiato rispetto a come uscirebbe nel caso del «migliore scenario alternativo possibile». Tuttavia, un piano che riservi parte del valore ai creditori di rango inferiore e che soddisfi solo parzialmente quelli di rango superiore sembrerebbe porre i dissenzienti in una condizione *sempre* peggiore di una alternativa che assegni loro quel medesimo valore attribuito al creditore inferiore: un piano siffatto risulterebbe, nei fatti, sempre deteriore rispetto al migliore scenario alternativo possibile. Dunque, l’unica reale alternativa che possa fungere da parametro misuratore del migliore soddisfacimento dei creditori rimane quella costituita dal valore di liquidazione.

<sup>31</sup> Così, ancora, il testo dell’art. 11, par. 1, lett. c) della Direttiva.

<sup>32</sup> La norma (art. 11, par. 1, lett. c della Direttiva) si riferisce testualmente ad un trattamento «più favorevole». Varrà da subito sottolineare come l’utilizzo di tale espressione sia stato oggetto di critiche da parte di una dottrina, per via dell’incertezza interpretativa cui dà luogo; cfr., in tal senso, R.J. DE WEIJS, A.L. JONKERS, M. MALAKOTIPOUR, *The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union Erodes the Basic Fabric of Private Law by Allowing ‘Relative Priority’ (RPR)*, in *Amsterdam Law School Research Paper No. 2019-10*, Centre for the Study of European Contract Law, Working Paper No. 2019-05, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com), par. 6.3. Trattasi indubbiamente di una soluzione più ambigua di quella che fa riferimento al soddisfacimento integrale, ma non certo priva

È bene notare sin da subito come, nonostante tale regola sia associata al concetto di priorità relativa ed accostata, dalla dottrina europea<sup>33</sup> che si è pronunciata nell'imminenza – e in funzione – dell'approvazione della Direttiva, all'espressione *relative priority rule*, essa diverge radicalmente da ciò a cui tradizionalmente si fa riferimento nella dottrina nord-americana con il medesimo sintagma<sup>34</sup>. Tanto basta, per riferirci, d'ora in poi, alla regola così come recepita dal legislatore europeo con la sigla EU RPR (*European Union relative priority rule*), per distinguerla dalla versione statunitense, che si individuerà come US RPR (*United States relative priority rule*)<sup>35</sup>.

In ogni caso, occorre sottolineare come anche la EU RPR opera nel sistema della Direttiva (e si tratta, ancora una volta, di una scelta non necessitata) esclusivamente come forma di tutela “autonoma”<sup>36</sup> dei creditori, ed individua una pretesa che assurge a diritto “di gruppo”, e non individuale di ciascun soggetto interessato all'approvazione della proposta<sup>37</sup>.

A ben vedere, le due tesi ora esposte – riconducibili a modelli distributivi che si collocano agli antipodi l'uno rispetto all'altro – divergono sostanzial-

---

di soluzione, non essendo esclusa la possibilità di risolvere il problema individuando un criterio utile (ad esempio, il valore percentuale del pagamento offerto a ciascun soggetto).

<sup>33</sup> L'espressione *relative priority rule* compare, infatti, in L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C.G. PAULUS, I. TIRADO (Edited by), *Best Practices in European Restructuring. Contractualised Distress Resolution in the Shadow of the Law*, Padova, Cedam, 2018, 46-47. In questo *final report*, che segna l'epilogo di un progetto di ricerca sulle soluzioni negoziate della crisi finanziata dal Programma Giustizia dell'UE, si fornisce una panoramica sulle ragioni per cui si ritiene preferibile un approccio orientato alla EU RPR.

<sup>34</sup> Per l'interpretazione statunitense della *relative priority rule*, si vedano: D.G. BAIRD, *Priority matters: absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy*, in 165 *U. Pa. L. Rev.* 785 (2017), 786 ss.; l'ABI FR (si veda nota 103 e testo corrispondente), 208-209; A.J. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, in 78 *U. Chi. L. Rev.* 759 (2011), 764-765; H.T. HOANG, *The New Value Exception to the Absolute Priority Rule after In Re 203 N. LaSalle Street Partnership: What Should Bankruptcy Courts Do, and How Can Congress Help*, in 149 *U. Pa. L. Rev.* 581 (2000), 590.

Peraltro, non è mancato in dottrina un orientamento (condivisibilmente) critico nei confronti della scelta di utilizzare l'espressione *relative priority rule* per descrivere una regola che, della *relative priority rule* di cui da tempo si discute nella letteratura e giurisprudenza statunitense, ha ben poco. Cfr., in tal senso R.J. DE WEIJS, A.L. JONKERS, M. MALAKOTIPOUR, (nt. 32), par. 5, ove si legge che la *relative priority rule* europea sarebbe «*confusingly labelled*», in quanto «*whereas both proposals bear the same name, these US proposals finetune application of the APR, whereas the Commission proposal negates the APR*».

<sup>35</sup> Per un approfondimento sulla US RPR si veda *infra*, par. 13.

<sup>36</sup> Cfr., par. 2, in particolare nota 19.

<sup>37</sup> Cfr. G. D'ATTORRE, (nt. 1), 1079.

mente nella misura in cui propongono una differente “valorizzazione” del patrimonio del debitore in concordato.

Secondo la tesi più rigorosa, *ogni* incremento di risorse conseguibile da parte del debitore in concordato preventivo rispetto allo scenario della liquidazione fallimentare sarebbe necessariamente destinato in via prioritaria al soddisfacimento integrale di quei creditori che – nei limiti del valore di uno specifico bene posto a garanzia ovvero su tutto il patrimonio del debitore – sono preferiti agli altri secondo l’ordine di cui all’art. 111 l. fall<sup>38</sup>.

Secondo la tesi più aperta, invece, *ogni* eventuale eccedenza del “patrimonio concordatario” rispetto a quello liquidabile nel fallimento potrebbe essere liberamente distribuita dal debitore, purché a ciascun creditore venga complessivamente<sup>39</sup> assicurata una soddisfazione migliore di quella prevista per ciascun creditore di rango inferiore<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> Così, ad esempio, se in un concordato liquidatorio venga presentata una offerta di acquisto di un bene immobile gravato da ipoteca, che consenta di ottenere un *surplus* rispetto al ricavato ipotizzabile in caso di fallimento, secondo la tesi più rigorosa, tale *surplus* non potrebbe che essere destinato integralmente al creditore ipotecario (di grado più alto). Analogamente, in un concordato con continuità aziendale, ogni eventuale incremento di valore – per effetto della continuità – dei beni oggetto di garanzia reale sarebbe destinato in via esclusiva al soddisfacimento del creditore avente titolo di prelazione sul bene; allo stesso modo, tutti i flussi di cassa generati da una virtuosa gestione dell’impresa andrebbero necessariamente destinati integralmente ai privilegiati generali, senza possibilità alcuna di offrirne una parte (ancorché irrisoria) ai chirografari.

<sup>39</sup> Sottolinea come la libera distribuibilità del *surplus* concordatario rispetto al valore di liquidazione fallimentare non esclude che il secondo periodo dell’art. 160, secondo comma, l. fall. richieda comunque di attribuire al prelatizio (sebbene degradato a chirografo ai sensi dell’art. 177, terzo comma, l. fall. per la parte non coperta da garanzia) di ricevere *complessivamente* (ossia tenendo conto sia della parte coperta da garanzia che di quella non coperta) un trattamento più favorevole rispetto ai creditori chirografari *ab origine*, S. BONFATTI, (nt. 24), 3004 ss.

In una prospettiva – solo in parte – simile si è affermato che il trattamento più favorevole del creditore di rango superiore vada valutato non nel complesso, ma solo rispetto alla parte del credito degradata a chirografia, con la conseguenza di non ritenere ammissibile una proposta che, pur offrendo complessivamente al prelatizio un trattamento migliore del chirografario, lo soddisfi, per la parte declassata, in misura inferiore rispetto al chirografario originario. Cfr. M. SCIUTO, *Il concordato preventivo*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto Commerciale. Diritto della crisi d’impresa*<sup>2</sup>, II, Torino, Giappichelli, 2018, 155 ss., 167.

<sup>40</sup> Così, per riprendere gli esempi fatti alla nota 38 che precede, sia il *surplus* ricavabile da una più favorevole liquidazione del bene garantito, sia quello derivante dalla prosecuzione dell’attività d’impresa, sarebbero liberamente distribuibili, a condizione che via sia comunque una decrescente e graduata soddisfazione dei creditori posti ai vari livelli della gerarchia.

#### 4. Il concordato liquidatorio: APR come scelta preferibile.

Appare, a questo punto, opportuno distinguere tra concordato liquidatorio e concordato in continuità<sup>41</sup>. Nella prospettiva che qui interessa, la differenza fra le due fattispecie è data dall'origine del patrimonio destinato alla soddisfazione dei creditori. Nel caso della continuità, si tratta di un patrimonio – per la maggior parte – futuro (meglio, futuribile), in quanto il debitore si ripropone di “pagare” i creditori tramite i flussi di cassa attesi dalla prosecuzione dell'attività (eventualmente assieme alle risorse ricavate da una liquidazione parziale dei beni non funzionali all'esercizio dell'impresa). Nel caso della liquidazione, invece, il patrimonio distribuibile è un patrimonio già esistente, del quale, al più, il concordato potrà incrementare il valore.

Aderire alla tesi più rigorosa ed utilizzare il criterio distributivo della APR vuol dire, nel concordato liquidatorio, che ogni *surplus* atteso dalla liquidazione concordataria di uno specifico bene del debitore vada attribuito in via prioritaria ai creditori che, o vantino sul bene una garanzia reale (pegno, ipoteca, privilegio speciale), o un generico titolo di preferenza (come è a dirsi, nel caso di bene mobile, per i privilegiati generali rispetto a ogni chirografario, nonché, quale che sia il tipo di bene, per i chirografari rispetto ai postergati), senza che sia possibile destinarlo ad altri<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Per una indagine che distingue metodologicamente il concordato liquidatorio da quello con continuità, nella letteratura nord-americana, D.G. BAIRD, (nt. 34), 788 ss.; nello stesso senso si veda, nel contesto europeo e nell'ambito del dibattito che ha preceduto l'approvazione della Direttiva, S. MADAUS, *Leaving the Shadows of US bankruptcy law: a proposal to divide the realms of insolvency and restructuring law*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 19, 615-647 (2018), 619 ss. Lo stesso a., peraltro, sostiene, più rigorosamente, (spec. 618-619) che occorra tracciare una netta linea di confine tra il c.d. «*insolvency law*» e il c.d. «*restructuring law*». Sebbene, infatti, si tratti di due sistemi che realizzano, in definitiva, la medesima funzione economica – in quanto: (i) affrontano il particolare momento della crisi, sempre più spesso considerata come componente fisiologica del ciclo vitale dell'impresa; (ii) tendono a realizzare la migliore allocazione delle risorse, a seconda dei casi, espungendo taluni soggetti dal mercato, ovvero proteggendo la residua capacità produttiva dell'impresa; (iii) eliminano tutto o parte del debito – cionondimeno divergono in relazione ai diversi strumenti che offrono per individuare la porzione sostenibile di un debito nel complesso non sostenibile. In altri termini, la differenza sarebbe da ricondursi alla diversa tecnica che utilizzano per identificare i c.d. «*performing loans*» e i «*non-performing loans*».

<sup>42</sup> Imposta il problema in questi termini anche S. BONFATTI, (nt. 24), 3002 ss. Secondo la tesi più rigorosa rimarrebbe ferma, in ogni caso, la non assoggettabilità all'ordine di cui all'art 111 l. fall. delle risorse finanziarie “terze”, non provenienti dal patrimonio assoggettato al concorso.

Una proposta concordataria che, in ipotesi, prevedesse una alterazione di questo meccanismo dovrebbe esser dichiarata inammissibile, in quanto violerebbe il secondo periodo dell'art. 160, secondo comma, l. fall.<sup>43</sup>

Sorge, a questo punto, in relazione ai creditori prelatizi, un problema di coordinamento con il primo periodo del medesimo comma. Infatti, il piano concordatario può prevedere la soddisfazione parziale dei creditori prelatizi, purché essa sia non inferiore a quella realizzabile «sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione». Si richiede, inoltre, ai fini del degrado del creditore prelatizio, che tale valore di mercato sia individuato tramite la relazione giurata di un professionista dotato di specifici requisiti, tali da assicurare un certo grado di attendibilità della stima<sup>44</sup>. Si ritiene<sup>45</sup> che, nonostante la non felice espressione «valore di mercato», tale stima debba fare riferimen-

---

<sup>43</sup> Al fine di individuare il livello di trattamento minimo da offrire ai creditori prelatizi (coincidente con il valore di liquidazione concordataria del/i bene/i oggetto della garanzia), il meccanismo esposto nel testo richiede una operazione di stima dei beni del debitore. Tale operazione risulta certamente più agevole nei casi in cui la valutazione abbia ad oggetto uno o più beni specificamente individuati (come sarebbe a dirsi per i beni oggetto di pegno, privilegio speciale o ipoteca), e si complica notevolmente nel caso in cui si tratti di privilegi generali sui mobili. In tal caso, infatti, occorre preliminarmente perimetrare i «beni e diritti» vincolati al soddisfacimento di tali creditori. Si pone dunque il problema di capire se, nella valutazione, si debba tenere conto, ad esempio, dei c.d. «diritti litigiosi» e delle azioni di pertinenza della massa. Si vedano sul tema F. GUERRERA, (nt. 6), 718-719; R. RANALLI, (nt. 12), 1352-1353; P. CATALLOZZI, (nt. 3), 1013-1014.

Peraltro, si è anche sostenuto che, nel caso del privilegio generale, la prelazione, priva dei caratteri di «assolutezza» e «immediatezza» tipici del pegno e dell'ipoteca implicherebbe esclusivamente una preferenza dei privilegiati (e, tra di essi, di quelli con privilegio più «forte») rispetto ai chirografari sul patrimonio esistente del debitore, non risultando invece in un «obbligo di destinazione esclusiva del patrimonio del debitore mobiliare a soddisfazione [dei medesimi privilegiati]». Cfr. G. D'ATTORRE, (nt. 8), 44.

<sup>44</sup> Si tratta dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lett. d), l. fall., il quale, a sua volta, oltre a richiedere l'iscrizione nel registro dei revisori legali, rinvia ai requisiti (dettati per la nomina a curatore fallimentare) previsti dall'art. 28, lett. a) e b) l. fall. Per una analisi dei requisiti richiesti per il professionista stimatore nel concordato preventivo e fallimentare cfr. P. CATALLOZZI, (nt. 3), 1014-1015.

<sup>45</sup> R. RANALLI, (nt. 12), 1355; Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, Commissione Nazionale di Studio «Il diritto fallimentare dopo la riforma», *La relazione giurata estimativa del professionista nel concordato preventivo e nel concordato fallimentare*, 19 febbraio 2009, che si legge sotto il titolo *Negoziazione delle crisi, concordato preventivo e fallimentare: scopo e oggetto delle relazioni del professionista*, in *Fall.*, 2009, 743 ss.; P. GENOVIVA, (nt. 24), 352; Trib. Treviso, 25 marzo 2015, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

to all'ipotesi della liquidazione fallimentare. Se questo fosse il caso<sup>46</sup>, tuttavia, laddove si volesse adottare la visione “rigorosa”, si dovrebbe ammettere che l'attestazione circa il trattamento non deteriore rispetto al fallimento non assurga a condizione di ammissibilità della proposta. Ciò in quanto una proposta che dovesse prevedere un ricavato della liquidazione concordataria superiore al valore fallimentare ma che non destinasse tale intero *surplus* di liquidazione ai creditori prelatizi più “forti”, offrendo loro solo la soddisfazione prevista nella stima riferita all'ipotesi fallimentare, sarebbe parimenti inammissibile. In tal caso, si dovrebbe, perlomeno, riconoscere che, seppur ammissibile rispetto al primo periodo dell'art. 160, secondo comma, la proposta sarebbe, nondimeno, inammissibile in relazione al secondo.

D'altra parte, è stato (condivisibilmente) sostenuto<sup>47</sup>, sebbene la tesi non sia pacifica<sup>48</sup>, che la previsione di un preciso parametro (il valore di mercato) non autorizza il debitore a distribuire liberamente la quota di prezzo – atteso dalla cessione dei beni – esuberante tale valore di mercato. Ciò in virtù dell'esistenza di un nesso indissolubile fra la provvista da ripartire tra i creditori e l'alienazione dei beni del debitore, con la conseguenza che il *quid pluris* di prezzo non può mai costituire finanza terza liberamente distribuibile<sup>49</sup>.

---

<sup>46</sup> Dunque, a meno che non si voglia riferire il “valore di mercato” al valore effettivamente realizzabile (ma sempre secondo un giudizio prognostico) tramite la liquidazione concordataria.

<sup>47</sup> M. VITIELLO, (nt. 12), par. 3; R. RANALLI, (nt. 12), 1354; G. BOZZA, *Il trattamento*, (nt. 12), 379; M. FABIANI, *La rimodulazione del dogma della responsabilità patrimoniale e la de-concorsualizzazione del concordato preventivo*, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 9 dicembre 2016, par. 6, secondo il quale «tutto il patrimonio, anche futuro, è assorbito dalla garanzia patrimoniale, ma nei limiti in cui sia concretamente liquidabile». In giurisprudenza: Trib. Milano, 20 luglio 2011, (nt. 12); Trib. Milano, 15 dicembre 2016, (nt. 12); App. Venezia, 12 maggio 2016, (nt. 12).

<sup>48</sup> Cfr. S. BOFATTI, (nt. 24), 2997 ss. In giurisprudenza, Trib. Treviso, 16 novembre 2015, (nt. 24); Trib. Pisa, 26 Febbraio 2016, (nt. 18); mostra una tendenziale preferenza per la tesi più aperta anche nei concordati liquidatori G. D'ATTORRE, (nt. 1), 1076 ss.

<sup>49</sup> La distribuibilità vincolata cui si fa riferimento nel testo ha ad oggetto il maggior valore venale ritraibile dalla liquidazione concordataria rispetto a quella fallimentare, per come stimato *ex ante* e recepito nella proposta di concordato.

Occorre tuttavia precisare, come ha rilevato una giurisprudenza [Trib. Milano, 15 dicembre 2016, (nt. 12)], che nella proposta concordataria che dovesse prevedere la cessione dei beni, risulta necessario specificare dettagliatamente le ragioni per le quali si ritiene la vendita concordataria più proficua di quella fallimentare, in quanto anche in quest'ultima il curatore potrebbe opportunamente valorizzare il patrimonio da liquidare: (i) facendo ricorso, quale forma di ricerca dell'acquirente *ex art. 107*, primo comma, l. fall., a un mediatore in grado di veicolare maggiori utilità rispetto a una vendita competitiva affidata unicamente alle forme della ven-

Così, se i creditori prelatizi hanno il diritto di vedersi attribuita, nella proposta concordataria, la ricchezza attesa dalla liquidazione extra-fallimentare dei beni del debitore compresi nella rispettiva garanzia, il medesimo principio può valere nei rapporti tra creditori chirografari e postergati. In tal caso, infatti, pur non essendo formalmente i chirografari muniti di alcun titolo di prelazione, essi vantano, nondimeno, il diritto ad essere preferiti ai postergati su tutto il patrimonio esistente del debitore, potendo questi concorrere esclusivamente sul ricavato della liquidazione che non sia stato assorbito dal pagamento dei crediti chirografari<sup>50</sup>.

---

dita forzata ex art. 107, secondo comma, l. fall.; (ii) raccogliendo manifestazioni di interesse provenienti da terzi interessati. Inoltre, anche la prestazione da parte dell'alienante delle garanzie previste per legge, tipicamente riconosciuta quale prova [cfr. R. RANALLI (nt. 12), 1355] della ricavabilità dalla vendita concordataria di un valore apprezzabilmente superiore a quello fallimentare, non deve essere sopravvalutata ed impone particolare attenzione nella predisposizione della proposta. Ciò in quanto, come rilevato in giurisprudenza, alla vendita seguirà l'estinzione della società e della garanzia [Trib. Treviso, 25 Marzo 2015, (nt. 45)].

Problema ulteriore, ma connesso, è quello della "definitività del degrado", ossia la questione se il vincolo di distribuzione in favore del prelatizio di rango più alto si estenda o meno anche al *quid pluris* realizzato in sede di effettiva liquidazione, quindi in un momento in cui il concordato è già stato omologato e l'effetto esdebitatorio di cui all'art. 184 l. fall. si è già prodotto.

A favore della definitività del degrado F. LAMANNA, *La definitività della degradazione al chirografo dei crediti privilegiati incapienti nel concordato preventivo*, in *ilFallimentarista*, 12 maggio 2014; Trib. Treviso, 25 marzo 2015, (nt. 45); R. RANALLI, (nt. 12), 1356-1357, il quale rileva gli effetti problematici che la non definitività del degrado comporta sul voto dei creditori, ormai già espresso per la parte di credito non coperta da garanzia, che dovrebbe in qualche modo essere messo in discussione, laddove il realizzo effettivo non corrisponda a quanto stimato nella proposta. A ciò può aggiungersi il rilievo, banale, della immodificabilità del contenuto dell'offerta una volta intervenuta l'omologazione. In ogni caso, potrebbe osservarsi che se anche il maggior prezzo atteso nel concordato può essere ritenuto assoggettato alle pretese dei creditori secondo l'ordine di cui all'art. 111 l. fall., in quanto ragionevolmente stimabile *ex ante* (anche poiché, non di rado, il debitore, sin dal momento della presentazione della domanda, è in grado di individuare uno o più potenziali acquirenti, ovvero ha già ricevuto delle manifestazioni di interesse ad acquistare), lo stesso non può sostenersi dell'eventuale maggior realizzo effettivo, senza ammettere che si starebbe riconducendo al patrimonio soggetto alla APR un valore decisamente poco prevedibile. A favore della non definitività del degrado, potrebbe, al più, valorizzarsi il dato testuale che si riferisce al «ricavato in caso di liquidazione».

<sup>50</sup> In effetti, se il concordato liquidatorio deve imitare, nei risultati, la liquidazione fallimentare, non sarebbe così assurdo pensare che anche in tal caso la ripartizione della ricchezza sia orientata in senso conforme alla APR: G. TERRANOVA, (nt. 7), 18.

Tuttavia, anche in chiave di valorizzazione dell'autonomia privata, potrebbe tentarsi l'individuazione di specifiche ipotesi concrete che sollevino problemi dai quali possa farsi derivare l'applicazione di una differente – e più adeguata – regola di distribuzione del *surplus*. Ciò potrebbe dirsi per quei concordati che, seppur qualificabili come liquidatori in quanto or-

Accogliendo la tesi in esame, i creditori che volessero contestare la “convenienza” della proposta, ossia la stima del perito parametrata al valore di liquidazione fallimentare, oppure la stima che ha condotto il debitore a formulare una proposta migliorativa rispetto al fallimento, non rimarrebbero sforniti di strumenti di tutela. Essi, infatti, potrebbero, nel primo caso, ricorrere all’istituto dell’opposizione all’omologazione di cui all’art. 180 l. fall., mentre nel secondo caso disporrebbero, in una fase ancora anteriore, della facoltà di presentare proposte concorrenti, laddove ritenessero che quella del debitore non valorizzasse le effettive potenzialità soddisfattive dell’impresa<sup>51</sup>.

### 5. Segue: ulteriori argomenti a sostegno della APR.

In effetti, che la APR si attagli particolarmente al paradigma liquidatorio (tanto fallimentare quanto extra-fallimentare) è stato convincentemente sostenuto dalla dottrina statunitense ed europea<sup>52</sup>. In tal senso, si è segnalato che «*if there is an actual sale, the most obvious priority rule is one of absolute priority*»<sup>53</sup>.

In via generale, qualsiasi regola di priorità si scelga per orientare la ripartizione di un certo bene tra diversi soggetti presuppone che sia ben individuabile la dimensione del bene da distribuire. Tuttavia, l’esigenza di determinare con assoluta certezza la misura della ricchezza da dividere, diviene ancora più importante nei casi in cui a valere sia la APR. In tale ipotesi, infatti, promette-

---

ganizzati secondo il modello della cessione dei beni e soddisfazione dei creditori mediante il ricavato, cionondimeno prevedono una fase di gestione intermedia dell’attività che, ancorché tendenzialmente conservativa e funzionale alla massimizzazione del ricavato di liquidazione, sia riconducibile ad una effettiva attività d’impresa, il cui risultato economico sia incerto. In tali casi, il concordato sarebbe idoneo a generare i problemi – legati all’incertezza della stima del valore dell’impresa – tipici dei concordati in continuità e, sotto questo profilo, potrebbe mutare da essi la regola distributiva, per come ricostruita *infra*, parr. 8 e 14.

<sup>51</sup> A ben vedere, appare condivisibile la scelta del legislatore di assegnare ai creditori uno strumento propositivo e non meramente demolitorio per rimediare ad eventuali errori o motivi di inadeguatezza della stima del valore di liquidazione concordataria. In effetti, se un creditore vuole reagire contro una proposta debitoria abusiva in quanto troppo bassa (per appropriarsi di un maggior valore atteso), è ragionevole che l’ordinamento gli richieda di elaborare una vera e propria proposta, di cui sia in grado di attestare la fattibilità, che, una volta passato il vaglio dei creditori, divenga vincolante per il debitore.

<sup>52</sup> Cfr. D.G. BAIRD, (nt. 34), 788 ss., in particolare 796 e 806-807; S. MADAUS, (nt. 41), in particolare, 623.

<sup>53</sup> Così, D.G. BAIRD, (nt. 34), 806.

re qualcosa al soggetto che occupa una posizione subordinata è compatibile con la regola di priorità esclusivamente se il valore delle risorse è maggiore dell'ammontare del credito del soggetto di rango più elevato. Posto che il debitore tendenzialmente già conosce, al momento dell'ammissione alla procedura, l'ammontare dei crediti ai vari livelli della graduatoria, risulta fondamentale individuare, altrettanto prontamente, il valore delle risorse da distribuire, in quanto un eventuale errore sull'ammontare totale del patrimonio (si pensi, ad es. ad una sovrastima), tale da privare anche di un solo centesimo il soggetto di rango superiore per attribuirlo al soggetto di rango inferiore, sarà idoneo a determinare una violazione della regola di priorità assoluta.

In quest'ottica, se la soddisfazione dei creditori deriva dal riparto tra di loro del ricavato di una liquidazione, il calcolo del valore di mercato dei beni, e dunque del prezzo della cessione atteso dal debitore, consente di valutare, in anticipo e con un alto grado di certezza, la dimensione reale del patrimonio da distribuire ai creditori, consentendo al debitore di formulare una proposta che non si discosti dal criterio della APR<sup>54</sup>. Così, valorizzando la data di presentazione della domanda di ammissione alla procedura come data di calcolo del "valore" dell'impresa, si è affermato come nel modello fondato sulla APR «*the restructuring day is a day of reckoning*»<sup>55</sup>.

Da ciò si ricava che il rispetto della priorità assoluta non è ostacolato dalla soluzione liquidatoria, anzi, è proprio la liquidazione a consentire una più efficace attuazione del medesimo principio<sup>56</sup>.

A questo orientamento sembrerebbe aver aderito anche la Suprema Corte italiana<sup>57</sup>, la quale ha individuato le ipotesi in cui è possibile derogare al prin-

---

<sup>54</sup> La stima sarà più agevole e precisa in tutte quelle ipotesi, per vero non infrequenti, in cui il debitore abbia già: (i) avviato interlocuzioni o negoziazioni con soggetti interessati all'acquisto dei beni; (ii) ricevuto manifestazioni di interesse all'acquisto da parte di terzi; (iii) ricevuto offerte irrevocabili di acquisto da parte di terzi ad un prezzo superiore a quello indicato nella relazione di stima di cui all'art. 160, secondo comma, primo periodo, l. fall.

<sup>55</sup> Cfr. D.G. BAIRD (nt. 34), 729.

<sup>56</sup> Si veda, sempre D.G. BAIRD, (nt. 34), 796. Nella stessa direzione sembrerebbe orientarsi altra dottrina, che associa il tradizionale sistema di distribuzione della ricchezza alle sole fattispecie liquidatorie. Il concordato liquidatorio, quale istituito atto a comporre gli interessi legati alla attuale insufficienza del ricavato della liquidazione per pagare integralmente tutti i creditori, non potrebbe prescindere dal rispetto del *ranking of claims* – da intendersi in senso "forte" – che connota anche la liquidazione giudiziale. In questo senso, si veda, S. MADDAUS, (nt. 41), 623-624.

<sup>57</sup> Cass. civ., sez. I, 8 giugno 2012, n. 9373, in *Fall.*, 2012, 1409 ss., con nota di D. BIANCHI, *La Cassazione, la nuova finanza e l'alterazione dell'ordine dei privilegi*, in *Fall.*, 2012, 1411 ss.

cipio del rispetto dell'ordine delle cause legittime di prelazione (da intendersi, sembrerebbe, in senso "forte"). Si tratterebbe dei casi nei quali le risorse da distribuire derivino da apporti provenienti da terzi e tali apporti risultino, in definitiva, "neutrali", in quanto non si traducano in un incremento dell'attivo, o, al contrario, del passivo del patrimonio del debitore. Laddove vi siano, invece, apporti di terzi e tali risorse provenienti dall'esterno comportino un diretto incremento dell'attivo ovvero del passivo, transitando direttamente nel patrimonio del debitore, non vi è spazio alcuno per una deroga alla versione rigida della regola di graduazione: la APR continua ad applicarsi. Orbene, al di là dell'eventuale parallelismo tra la finanza esterna "neutra" e il plusvalore concordatario, che, al più, (come si vedrà *infra*) potrebbe disvelare la possibilità di derogare alla APR nel caso di continuità aziendale, la pronuncia pare sottintendere che, nel caso in cui il patrimonio da distribuire sia, invece, esclusivamente quello ricavato dalla liquidazione dei beni del debitore, l'interpretazione della regola sul rispetto delle cause legittime di prelazione non possa che essere indirizzata nel senso della *absolute priority rule*<sup>58</sup>.

## 6. Il concordato in continuità aziendale. Applicabilità della APR.

Nel concordato in continuità (diretta), invece, aderire alla tesi più rigorosa ed utilizzare il criterio distributivo della APR vuol dire ammettere che *tutto* il patrimonio del debitore – non solo quello presente ma anche quello futuro, atteso dalla prosecuzione dell'attività – debba essere distribuito tra i creditori seguendo la logica di cui all'art. 111 l. fall. In definitiva, il rispetto della priorità assoluta imporrebbe di destinare anche il *surplus* generato dalla continuità in eccesso rispetto al valore di liquidazione fallimentare (o ricchezza da risanamento)<sup>59</sup>, alla soddisfazione dei creditori collocati più in alto nell'ordine di distribuzione, per poi scendere ai livelli più bassi della graduatoria, secondo il criterio più volte ricordato<sup>60</sup>.

---

<sup>58</sup> Riconosce che la pronuncia citata nel testo «appare orientata a secondare una versione rigida della regola di graduazione», G. D'ATTORRE, (nt. 8), 41; nello stesso senso anche A. ZORZI, *The italian insolvency law reform*, 2019, par. 3.3., reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com).

<sup>59</sup> Discorre di «ricchezza del risanamento imprenditoriale», G. D'ATTORRE, *Ricchezza del risanamento imprenditoriale e sua destinazione*, in *Fall.*, 2017, 1015 ss.

<sup>60</sup> Peraltro, il *surplus* generato dalla continuità potrebbe identificarsi tanto nei flussi di cassa attesi dalla prosecuzione dell'esercizio dell'attività d'impresa, quanto nel maggior valore di realizzo di un bene, che, in principio rimasto in capo al debitore a servizio della continuità, ve-

Non manca in dottrina chi propone di estendere l'interpretazione più rigorosa del divieto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione anche al concordato in continuità<sup>61</sup>.

È stata richiamata, in tale prospettiva, la citata pronuncia della Corte di Cassazione<sup>62</sup>, la quale, accedendo ad una esegesi della regola di priorità conforme alla APR<sup>63</sup>, statuisce nel senso della soggezione anche della nuova finanza “non neutra”<sup>64</sup> a tale principio. Così, si è sostenuto che, se si ritiene che l'ordine “verticale” di distribuzione debba operare anche sulla parte del patrimonio del debitore che deriva da apporti di finanza esterna, a maggior ragione esso dovrà valere rispetto a quella porzione del patrimonio del debitore che non si avrebbe in caso di liquidazione e che è frutto di una virtuosa gestione dell'impresa in risanamento<sup>65</sup>.

---

nisse in seguito ceduto – grazie esclusivamente e specificamente alla continuità – ad un prezzo maggiore di quello ottenibile nel fallimento. Cfr. R. RANALLI, (nt. 12), 1357.

<sup>61</sup> In tal senso, D. VATTERMOLI, (nt. 12), 345 ss.; si vedano anche: D. GALLETTI, (nt. 12), par. 1 ss.; G. BOZZA, *Il trattamento*, (nt. 12), 379 ss.; ID., *Formazione delle classi*, (nt. 12), 8 ss.; A. ROSSI, (nt. 8), 334; in giurisprudenza: Trib. Catania, 24 luglio 2019, (nt. 12); App. Torino, 31 agosto 2018, (nt. 12); Trib. Milano, 5 dicembre 2018, (nt. 12); Trib. Padova, 24 gennaio 2018, (nt. 12); Trib. Milano, 15 dicembre 2016, (nt. 12); Trib. Belluno, 17 febbraio 2017, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>62</sup> Cass. civ., sez. I, 8 giugno 2012, n. 9373, (nt. 57).

<sup>63</sup> Cfr. D. BIANCHI, (nt. 57), 1415, il quale ricava questa soluzione interpretativa dalla considerazione delle parole della Corte per cui il divieto di alterare le cause legittime di prelazione «esprime con chiarezza la volontà del legislatore che la formazione delle classi non alteri in alcun modo l'ordine di graduazione dei crediti muniti di cause di prelazione, che ha il fondamento nella legge e non è disponibile dalle parti»; implicitamente anche D. VATTERMOLI (nt. 12), 343.

<sup>64</sup> L'inopportunità dell'utilizzo della tecnica di contabilizzazione della finanza esterna quale discrimine tra apporto “neutro” e dunque liberamente distribuibile e “non neutro” e dunque assoggettato alla APR è criticato da D. BIANCHI, (nt. 57), 1414.

<sup>65</sup> È questa la conclusione cui giunge D. VATTERMOLI, (nt. 12), 343; analogamente, sempre traendo spunto dalla sentenza della Suprema Corte in esame, più volte richiamata, L. STANGHELLINI, (nt. 8), 1240, secondo il quale: «solo la finanza esterna è liberamente attribuibile con la proposta, mentre tutto ciò che deriva *direttamente* o *indirettamente* dal patrimonio del debitore deve essere attribuito secondo l'ordine delle cause legittime di prelazione, con soddisfazione integrale del prelazio di grado superiore prima che quello di grado inferiore possa essere soddisfatto anche in parte, e con soddisfazione integrale dei chirografari prima che i creditori postergati *ex lege* possano essere soddisfatti anche in parte» (corsivo aggiunto). Lo stesso a., poi, mette in discussione siffatta conclusione, sollevando il dubbio se si possa «ritenere che la garanzia patrimoniale *ex art. 2740 c.c.* [...] abbia ad oggetto il solo patrimonio esistente alla data della presentazione della domanda, nel quale a tutta evidenza non rientrano i futuri utili.»

È stato notato, peraltro, che non si rinvergono nell'ordinamento domestico disposizioni che consentano di distinguere, sul terreno della attuazione della responsabilità patrimoniale, le varie tipologie di concordato, ragion per cui nel caso di continuità debbono valere, in quanto compatibili, le regole dettate per la "fattispecie comune"<sup>66</sup>. Nella stessa prospettiva, si colloca quell'orientamento secondo il quale *ogni* concordato preventivo, a differenza di strumenti "non concorsuali" di composizione della crisi – quali gli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis*, l. fall. (art. 57 ss., c.c.i.i.) – esige la rigidità tipica della APR, in quanto il concorso tra creditori e l'approvazione della proposta da parte della maggioranza idonea a vincolare anche la minoranza, richiedono che i sacrifici imposti ai creditori debbano essere ripartiti nel rispetto delle situazioni di preminenza di cui alcuni di essi godono. Altrimenti, si conclude, «non vi sarebbe alcun criterio da seguire nel loro trattamento»<sup>67</sup>.

Inoltre, si è sostenuto che, nel concordato in continuità, il fondamento dell'interpretazione più rigorosa della norma sulla graduazione riposi sulla valorizzazione della regola contenuta nel primo periodo del secondo comma dell'art. 160, l. fall., ai sensi della quale è possibile prevedere il pagamento parziale dei creditori prelatizi, solo in caso di (e nei limiti della) incapienza dei beni su cui insiste la prelazione. In tale prospettiva, si osserva – con riferimento ai privilegiati generali – che sia possibile un pagamento parziale di questi ultimi solo ove (e nella misura in cui) il complesso mobiliare del debitore risulti insufficiente per il pagamento degli stessi. Tuttavia, trattandosi, nel caso

---

Invero, argomentare dalla soggezione alla APR della finanza esterna "non neutra" la medesima sorte per il *surplus* della continuità appare operazione non del tutto lineare, in quanto: (i) parifica l'apporto patrimoniale proveniente da un soggetto terzo a quello che, per effetto della continuità, viene messo a disposizione dei creditori direttamente dal debitore; (ii) rischia di disincentivare (per il debitore, che perde "spazio di manovra") o di rendere nei fatti difficilmente praticabile (per via della possibilità che la maggioranza dei creditori non sia favorevole ad una distribuzione ancorata alla APR) una soluzione della crisi che garantisca ai creditori un trattamento migliore che nella liquidazione e che conservi l'attività d'impresa e salvaguardi i livelli occupazionali.

<sup>66</sup> Cfr. D. VATTERMOLI (nt. 12), 347. Peraltro, potrebbe rilevarsi come sia proprio l'incompatibilità della APR con la fattispecie in continuità (per via dell'incertezza del calcolo del valore dell'impresa in continuità e dei possibili costi legati al processo di valutazione medesimo nonché della particolare "ingessatura" che determinerebbe sul contenuto della proposta, al punto da rendere addirittura difficilmente percorribile la via del risanamento) a giustificare l'applicazione di due differenti criteri distributivi. Per le ragioni per le quali si ritiene il concordato in continuità più coerente con criteri distributivi alternativi rispetto alla APR, si veda *infra*, par. 8.

<sup>67</sup> Così G. BOZZA, *Il trattamento*, (nt. 12), 379.

di privilegio generale, di una garanzia “elastica”, non avente carattere di realtà, il complesso mobiliare si estenderebbe fino a ricomprendersi tutti quei flussi di cassa attesi da una proficua gestione dell’impresa in continuità. Così, attingendo risorse dal patrimonio mobiliare (futuro) per destinarle ai chirografari, si finirebbe per porre i privilegiati generali in una posizione deteriore di quella che occuperebbero nella liquidazione fallimentare, ove l’intero patrimonio mobiliare sarebbe a loro destinato<sup>68</sup>.

Infine, si è sostenuto che il vincolo alla distribuibilità del *surplus* concordatario – tanto liquidatorio, quanto derivante dalla continuità – troverebbe conferma nel dato positivo di cui all’art. 182-ter sul concordato preventivo con transazione fiscale<sup>69</sup>, che dispone che «se il credito tributario o contributivo è assistito da privilegio, la percentuale, i tempi di pagamento e le eventuali garanzie non possono essere inferiori a quelli offerti ai creditori che hanno un grado di privilegio inferiore». La norma, nell’individuare il livello di soddisfacimento minimo necessario dei creditori privilegiati, prescinderebbe dal valore del bene gravato (anche incrementato tramite il concordato) e consentirebbe la distrazione di risorse in principio destinate alla soddisfazione del creditore più “forte”, in favore di creditori collocati in un gradino inferiore, purché al creditore sovraordinato sia comunque offerto un trattamento più vantaggioso del creditore sotto-ordinato.

---

<sup>68</sup> Cfr., M. FABIANI, *Fallimento e concordato preventivo, II, Concordato preventivo*, in *Commentario cod. civ. Scialoja-Branca*, 243 ss. Per la verità, la tesi non convince pienamente, in quanto, pur trattandosi, nel caso dei flussi di cassa attesi dalla prosecuzione dell’attività, di beni che potrebbero astrattamente rientrare nella garanzia dei privilegiati generali, non può non rilevarsi come si tratti comunque di beni – il cui ammontare è di difficile (e costosa) quantificazione *ex ante* – inesistenti nel momento in cui i creditori, approvando la proposta, sono intervenuti sui rispettivi rapporti contrattuali e li hanno modificati. Tali beni, infatti, entrano a far parte del patrimonio del debitore in un momento in cui l’obbligazione originaria si è già estinta ed è stata sostituita da una nuova. Pertanto, come meglio argomentato *infra*, appare più corretto limitare le risorse aggredibili dai creditori muniti di privilegio generale a quelle esistenti al momento dell’accesso alla procedura e del voto da parte dei creditori sulla proposta.

Peraltro, come già accennato, è stato anche sostenuto che la garanzia del privilegiato generale implicherebbe esclusivamente una preferenza dei privilegiati (e tra di essi, di quelli con privilegio più “forte”) rispetto ai chirografari sul patrimonio esistente del debitore, non risultando invece in un «obbligo di destinazione esclusiva del patrimonio del debitore mobiliare a soddisfazione [dei medesimi privilegiati]». Tanto meno del patrimonio mobiliare “futuro”. Cfr. G. D’ATTORRE, (nt. 8), 44.

<sup>69</sup> Cfr. G. BOZZA, *Il trattamento*, (nt. 12), 383 ss.

Tale norma, in questa prospettiva, andrebbe intesa quale norma eccezionale, dettata – in ragione della particolarità del creditore (tributario e previdenziale) – in deroga al principio generale della APR<sup>70</sup>.

### 7. Segue: il problema della stima della “ricchezza da risanamento”.

A ben vedere, nel concordato in continuità l’interpretazione della norma in esame conformemente alla *absolute priority rule* può risultare non del tutto appropriata.

La regola di priorità assoluta, come più volte ricordato, richiede di calcolare con precisione il valore del patrimonio da destinare ai creditori, al fine di tracciare la linea di confine tra coloro ai quali si può promettere una qualche ripartizione (c.d. *in the money*) e coloro ai quali nulla può esser promesso (c.d. *out of the money*). Mentre nel caso della liquidazione è possibile limitarsi a “recepire” tale valore dell’impresa dal *test* di mercato – costituito dal calcolo del valore di liquidazione concordataria del complesso dei beni – nel caso della continuità, invece, il *test* di mercato manca del tutto. In questa ipotesi, il valore dell’impresa va ricostruito sulla base di una valutazione meramente previsionale dei flussi di cassa attesi dalla continuità. Si tratta di un’operazione di stima che, se anche dovesse ritenersi fattibile, condurrebbe certamente ad un risultato meno preciso di quello derivante dal calcolo del valore di liquidazione dei beni<sup>71</sup>. Ma non solo. È stato infatti messo in evidenza, in una prospettiva di analisi economica del diritto, attenta alla desiderabilità della soluzione

---

<sup>70</sup> G. BOZZA, *Il trattamento*, (nt. 12), 383 ss. individua le ragioni che spiegherebbero la natura eccezionale dell’art. 182-ter, l. fall.: (i) nell’applicabilità della norma esclusivamente al concordato preventivo e agli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex* art. 182-bis; (ii) nell’essere indirizzata esclusivamente ai privilegiati (non anche ai titolari di pegno o ipoteca); (iii) nel coinvolgere non tutti i tributi (ma solo quelli amministrati dalle agenzie fiscali). Critico nei confronti di tale degradazione dell’art. 182-ter, l. fall. a «*ius singulare*» si mostra F. GUERRERA, (nt. 6), 722.

<sup>71</sup> Sul tema dell’imprecisione del calcolo del valore dell’impresa in crisi si veda, D.G. BAIRD, (nt. 34), 807, il quale afferma che, sebbene i modelli e le tecniche di valutazione possano essere perfezionati, nondimeno «a major problem remains: all estimates of value are noisy. Coming within ten percent of the true value of the firm merits high praise even when the best experts do it». Tali considerazioni sono riprese da D. VATTERMOLI, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?*, in *Riv. soc.*, 2018, 858 ss., 869. Analogamente, sottolinea la necessaria imprecisione del calcolo M. SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un’analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 566 ss., 592.

distributiva in termini di benessere “paretiano”, che il processo di valutazione dell’impresa porta con sé costi significativi. Tali maggiori costi dipendono dalla circostanza per cui anche minime differenze nella ricostruzione del valore dell’impresa possono incidere sull’individuazione di chi è *in the money* e chi è *out of the money*<sup>72</sup>. In questo contesto, un criterio che consente ad ogni soggetto *senior* di vedersi soddisfatto integralmente prima di ogni soggetto *junior*, potrebbe risultare in un incentivo per ciascuna parte interessata ad investire ingenti risorse in una «*valuation battle*»<sup>73</sup>, la quale avrebbe l’effetto di incrementare notevolmente i costi complessivi legati alla procedura<sup>74</sup>. Dunque, qualora si voglia ammettere l’identità tra le regole distributive applicabili al concordato liquidatorio e a quello in continuità, si sarebbe in presenza di un fenomeno mimico, in forza del quale si vorrebbe replicare nella disciplina del concordato in continuità – nel quale «*a sale [...] never happens*»<sup>75</sup> – una regola che sembrerebbe trovare piena giustificazione solo all’interno della disciplina di una fattispecie liquidatoria (fallimentare o concordataria)<sup>76</sup>.

## 8. Continuità e EU RPR.

La tesi più aperta, secondo la quale ogni eccedenza del “patrimonio concordatario” rispetto a quello liquidabile nel fallimento<sup>77</sup> può essere liberamen-

---

<sup>72</sup> Cfr. D.G. BAIRD, (nt. 34), 807-808.

<sup>73</sup> L’espressione è sempre di D.G. BAIRD, (nt. 34), 808. A tal riguardo, l’adozione di un criterio più mite, quale quello del “trattamento più favorevole” proprio della EU RPR, contribuirebbe a ridurre gli effetti negativi dell’incertezza del valore dell’impresa. Il creditore avrebbe, infatti, meno incentivi ad intraprendere la *valuation battle* tutte le volte in cui si possa dire soddisfatto meglio di ciascun soggetto *junior*.

<sup>74</sup> Cfr. anche la considerazione di M. SCIUTO, (nt. 71), 592, il quale, con lo sguardo rivolto proprio all’ordinamento statunitense, rileva come il processo di valutazione dell’impresa «rischia di ... far morire il paziente mentre i medici discutono al suo capezzale».

<sup>75</sup> Critico nei confronti della utilità – in termini di efficienza economica complessiva – di applicare la APR in assenza di una vendita dei beni del debitore è D.G. BAIRD, (nt. 34), 806 ss., in particolare, 812.

<sup>76</sup> Così D.G. BAIRD, (nt. 34), 812, ripreso da D. VATTERMOLI, (nt. 71), 868-869.

<sup>77</sup> Potrebbe, in vero, porsi la questione se anche nel caso del concordato in continuità il livello di soddisfacimento da garantire ai creditori si debba attestare sul valore liquidazione stimato da un ipotetico concordato liquidatorio e non sul valore di liquidazione fallimentare, con la conseguenza di ritenere inammissibile la proposta concordataria tutte le volte in cui venga offerto ai creditori un pagamento maggiore di quello che essi otterrebbero nel fallimento, ma minore di quello astrattamente ipotizzabile in una liquidazione concordataria (sempreché una

te distribuita dal debitore, purché a ciascun creditore venga complessivamente assicurata una soddisfazione migliore di quella prevista per ciascun creditore di rango inferiore, sembrerebbe, invece, particolarmente adatta per il concordato in continuità, nonché coerente con il dato positivo.

In primo luogo, può essere valorizzato l'effetto esdebitatorio del concordato, ex art. 184 l. fall.<sup>78</sup>. Poiché, a seguito dell'omologazione, il debitore viene liberato dall'obbligo di pagare la parte di debito a cui i creditori – approvando il piano – hanno rinunciato, in caso di successiva esecuzione dell'accordo, i creditori non potranno lamentare la soddisfazione parziale (rispetto al credito originario). In tal caso, l'attribuzione in favore di taluni creditori (chirografari o postergati) di parte del *surplus* generato dalla continuità non viola alcuna regola di distribuzione, in quanto rimarrebbe del tutto libera la destinazione a questi di risorse che il piano non ha vincolato a beneficio degli altri (e sovraordinati) creditori. La APR vale allora solo con riferimento al valore che l'impresa ha al momento della domanda di ammissione alla procedura, ossia in relazione ai beni “preesistenti”, ma le ulteriori risorse “future” non sono vincolate alla soddisfazione dei prelatizi prima e chirografari poi. Al contrario, esse sono liberamente distribuibili, poiché pervenute nel patrimonio del debitore quando l'obbligazione originaria (rispetto alla quale è stata formulata la proposta e rispetto alla quale è vincolato il patrimonio anteriore secondo la APR) si è già estinta (o divenuta inesigibile) ed è già stata sostituita da una nuova obbligazione.

Viene in rilievo, in secondo luogo, l'art. 160, secondo comma, primo periodo, l. fall.<sup>79</sup>, il quale, come già più volte ricordato, fa testualmente riferi-

---

migliore liquidazione concordataria sia ipotizzabile). Il problema sarebbe, allora, quello di capire se, nonostante il debitore abbia scelto di proporre una strategia di continuità, sia comunque ragionevole richiedere a quest'ultimo di dotarsi anche di una stima circa il valore atteso da una cessione dei beni, che pure la proposta non contempla.

<sup>78</sup> Cfr. G. D'ATTORE, *Le utilità conseguite con l'esecuzione del concordato in continuità spettano solo ai creditori o anche al debitore?*, in *Fall.*, 2017, 316 ss., 322; ID., (nt. 8), 49 ss.; ID., (nt. 1), 1078-1079; nello stesso senso A. ZANARDO, *Il concordato con cessione (parziale) dei beni: ammissibilità e disciplina*, in *Dir. fall.*, 2017, II, 1357 ss., 1367-1368.

<sup>79</sup> Nella disciplina del concordato in continuità la migliore soddisfazione “comparativa” dei creditori emerge sebbene in un senso non identico, anche in altre norme. Si vedano gli artt. 186-*bis*, secondo comma, lett. b) l. fall. (art. 87, terzo comma, c.c.i.i.), 182-*quinquies*, quinto comma, l. fall. (art. 100, primo comma, c.c.i.i.). Si tratta di casi nei quali il miglior soddisfacimento dei creditori assume una dimensione collettiva. Le norme citate, infatti, non mirano a stabilire uno *standard* generale di tutela delle ragioni del *singolo* creditore, ma si preoccupano di ancorare la decisione del giudice di ritenere ammissibile un piano in continuità ovvero di autorizzare un determinato atto, alla verifica circa gli effetti che tale decisione produce sul tota-

mento al «ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione» per individuare il livello minimo di soddisfacimento da assicurare ai creditori prelatizi. Tale norma, se letta insieme con l'art. 180 l. fall., che fa riferimento alle «alternative concretamente praticabili» (la «liquidazione giudiziale» nella formulazione dell'omologo art. 112 del c.c.i.i.) come parametro per misurare – in caso di opposizione all'omologazione – la soglia minima di soddisfacimento dei creditori oppositori, afferma il principio secondo il quale tutti i creditori devono poter ricevere un trattamento non peggiorativo rispetto a quello che ad essi sarebbe riservato in caso di liquidazione. Calando questo principio nel concordato in continuità, se ne trae la conclusione per cui, fino a concorrenza del valore di liquidazione fallimentare, la ricchezza da risanamento deve essere destinata esclusivamente ai creditori, secondo la APR. La “prima” porzione delle risorse generate deve essere distribuita replicando l'ordine che si sarebbe seguito qualora vi fosse stata la liquidazione, altrimenti, i creditori otterrebbero meno di ciò potrebbero conseguire in base all'alternativa concretamente praticabile. Per converso, non è richiesto in alcun modo che i creditori si appropinquo – fino ad integrale soddisfazione – dell'intero *surplus* generato dalla continuità, in eccedenza rispetto al valore di liquidazione<sup>80</sup>. Tale *surplus* sarebbe mancato nel caso di liquidazione e risulterebbe eccessivamente penalizzante nei confronti del debitore – interessato a rimanere sul mercato – escludere la possibilità per quest'ultimo di “spalmare” la nuova ricchezza lungo

---

le delle risorse da mettere a disposizione dei creditori in confronto con il totale delle risorse distribuibili in caso di liquidazione.

Tuttavia, in relazione all'art. 182-*quinquies*, quinto comma, l. fall., è stato notato come esso, consentendo il pagamento in favore di creditori “strategici” – se necessario ai fini della continuità e del miglior soddisfacimento dei creditori – ammette, ancor prima dell'ammissione alla procedura di concordato, la possibilità di un pagamento integrale dei creditori chirografari (strategici), pur nell'incertezza del trattamento (potenzialmente anche parziale) che sarà offerto ai creditori privilegiati. Ne deriva che sarebbe incoerente riconoscere che, successivamente, nella redazione della proposta non sarebbe possibile prevedere il pagamento (anche solo parziale) dei creditori chirografari (strategici) in difetto di soddisfacimento integrale dei creditori privilegiati, laddove sia comunque garantito a questi ultimi un trattamento complessivamente migliore che nelle alternative concretamente praticabili: cfr., in tal senso, G. D'ATTORRE, (nt. 8), 59 ss.

<sup>80</sup> Così, G. D'ATTORRE, (nt. 8), 54-55. Analogamente sembrerebbe esprimersi F. GUERRERA, *Il “nuovo” concordato fallimentare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 527 ss., 537-538, secondo il quale, sebbene con riferimento al concordato fallimentare, il «vincolo legale» derivante dal divieto di alterare l'ordine delle prelazioni «deve ritenersi riferito ragionevolmente alla sola *consistenza originaria* delle attività fallimentari e non anche alle *risorse aggiuntive* che [...] derivino da *profitti futuri* attesi del “piano”».

l'ordine delle cause di prelazione, anche al fine di rendere la proposta appetibile per la maggioranza dei creditori (e, eventualmente, anche delle classi di creditori), con l'effetto, positivo, di rendere concretamente praticabile una ragionevole (in quanto migliorativa rispetto al fallimento) redistribuzione negoziale dei costi della crisi.

D'altra parte, la soluzione in esame risulta coerente con la *ratio* dell'istituto delle proposte concorrenti. Il legislatore ha, infatti, previsto che i creditori possono predisporre una "contro-proposta" con la quale prevedere una maggiore distribuzione di risorse fra tutti<sup>81</sup>. Se le risorse generate dalla continuità fossero destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei creditori più "forti" (ad es. se tutti i beni mobili "futuri" dovessero essere distribuiti esclusivamente in favore dei privilegiati generali senza poter essere attribuiti, nemmeno in parte, ai chirografari o, a maggior ragione, ai postergati), fino al loro soddisfacimento integrale, l'istituto delle proposte concorrenti troverebbe ben poco spazio. Invece, se è conferita ai creditori la possibilità di "rilanciare" la soglia della propria soddisfazione in reazione ad una proposta al ribasso del debitore, ciò significa che non è in principio illegittima una proposta che assicuri una qualche utilità ai creditori più in basso nell'ordine di distribuzione in difetto di soddisfacimento integrale dei creditori collocati più in alto. In quest'ottica, il *surplus* della continuità diventa un bene contendibile nella dialettica negoziale tra debitore e creditori, coerentemente con la natura del concordato, inteso quale modificazione del rapporto obbligatorio da parte dell'autonomia privata al fine di adattarlo alle sopravvenute difficoltà dell'impresa<sup>82</sup>.

La tesi qui sostenuta trova conforto in talune pronunce giurisprudenziali di merito<sup>83</sup>, nonché in quell'orientamento dottrinale<sup>84</sup> che, segnalando la sostan-

---

<sup>81</sup> Valorizza in tal senso l'istituto delle proposte concorrenti, M. FABIANI, (nt. 47), par. 6.

<sup>82</sup> Cfr. F. D'ALESSANDRO, (nt. 4), 334.

<sup>83</sup> Cfr. Trib. Prato, 7 ottobre 2015, che richiama, in senso conforme Trib. Monza, 22 dicembre 2011, e Trib. Rovereto, 13 ottobre 2014; Trib. Massa, 27 novembre 2018; esprime il medesimo concetto, seppur non facendo esplicito riferimento al paragone tra nuova finanza e ricchezza da risanamento Trib. Milano, 3 novembre 2016; tutte le sentenze citate sono reperibili in internet al seguente indirizzo: [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Analogamente, si veda la recente App. Venezia, 19 luglio 2019, n. 3042, (nt. 24). È opportuno, tuttavia, segnalare anche l'orientamento giurisprudenziale contrario, il quale ritiene non operabile alcuna distinzione all'interno della categoria del concordato preventivo e che non condivide «l'accezione allargata [...] di finanza esterna», tale da ricomprendervi, in funzione della libera distribuibilità della stessa, anche il *surplus* concordatario: cfr. Trib. Milano, 15 dicembre 2016, (nt. 12).

<sup>84</sup> Cfr. S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo*, in F. VASSALLI, F.P. LUISO, E. GABRIELLI (diretto da), *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, IV, Torino, Giappichelli, 2014, 178; valorizza il «suggestivo parallelismo tra plusvalore concordatario e

ziale riconducibilità della ricchezza da risanamento che ecceda il valore di liquidazione alla “finanza esterna”, ne proclama la libera distribuibilità<sup>85</sup>. Tuttavia, potrebbe obiettarsi che, nonostante l’indubbia somiglianza tra i due fenomeni, nel caso del *surplus* da continuità si tratta pur sempre di beni che, quantomeno in potenza, sono già esistenti nel patrimonio del debitore, e che si materializzano in un momento successivo, quali meri “frutti” del medesimo patrimonio. Accogliendo tale modo di ragionare, anche la ricchezza da risanamento – proprio come quella già esistente al momento dell’apertura della procedura – dovrebbe sottostare alla regola di priorità assoluta. A ben vedere, al di là della debolezza da un punto di vista teorico della ricostruzione finzionistica del patrimonio futuro quale “frutto” del patrimonio esistente, l’obiezione sopra riportata omette di tenere in debita considerazione la circostanza per cui il *surplus* – che si vorrebbe integralmente distribuito ai creditori secondo la APR – non è derivato diretto del patrimonio del debitore, per così dire, “statico” (come potrebbe essere, invece, il *quid pluris* della liquidazione concordataria rispetto al fallimento), ma viene ad esistenza esclusivamente grazie al contributo del debitore stesso che continua ad esercitare un’attività d’impresa. In questa prospettiva, appare opportuno non imporre vincoli eccessivi al debitore nella distribuzione di una ricchezza che proprio lui ha contribuito a generare, nei limiti in cui ai creditori sia comunque garantito un livello minimo di soddisfazione, pari a ciò che l’alternativa liquidatoria offrirebbe loro.

### 9. Segue: *il rispetto della regola distributiva come condizione di ammissibilità della proposta.*

D’altra parte, di fronte alla considerazione per cui, aderendo alla tesi qui sostenuta, si finirebbe per riconoscere in capo al creditore *senior* un diritto troppo poco intenso, potrebbe obiettarsi come il contenuto dello stesso non sia, in effetti, incompatibile con un diritto che sembrerebbe atteggiarsi quale individuale ed inderogabile, tale da designare, dunque, una condizione di ammissibilità della proposta.

---

finanza esterna» G. D’ATTORRE (nt. 59), 1018-1019, il quale tuttavia non lo ritiene di per sé sufficiente a dimostrare la libera distribuibilità della ricchezza da risanamento.

<sup>85</sup> Si tratta, all’evidenza, nel caso del richiamo alla finanza esterna, di un espediente linguistico che, di fatto, esprime l’idea accolta nel testo secondo cui la APR vale esclusivamente nei limiti del valore di liquidazione.

In tal senso, può richiamarsi il modello statunitense, ove, in caso di continuità, a fare da contraltare a un criterio distributivo tale da attribuire un diritto così “forte”, quale quello al pagamento integrale<sup>86</sup>, è la circostanza per cui la APR opera quale diritto “di gruppo”, disponibile da parte della maggioranza<sup>87</sup>; in tal modo, l’intensità del suo contenuto viene mitigata dal suo concreto operare, in quanto esso viene attivato solo qualora vi sia una significativa convergenza di intenti – tale da costituire la maggioranza – all’interno della medesima classe di creditori.

Nel concordato in continuità disciplinato dall’ordinamento italiano, la norma di cui all’art. 160, secondo comma, l. fall. viene in rilievo sin da subito, alla stregua di una condizione di ammissibilità della proposta, imponendo al giudice di verificare – in primissima istanza – che l’ammontare delle risorse esistenti – per come risultante dalla stima del professionista – sia assegnato a ciascuno dei creditori secondo l’ordine che si sarebbe seguito in caso di liquidazione<sup>88</sup>. Tale circostanza potrebbe rendere non inopportuno, alla luce delle caratteristiche peculiari del concordato in continuità già segnalate, attribuire al singolo creditore un diritto dal contenuto più mite, conforme al criterio della EU RPR<sup>89</sup>.

---

<sup>86</sup> A rigore, per i *secured creditors* la disciplina fa riferimento al valore del bene o diritto sul quale insiste la garanzia.

<sup>87</sup> In effetti, si è sostenuto nella dottrina statunitense come la rigidità della APR vada, nei fatti, notevolmente ridimensionata. Ciò, in particolare, alla luce della circostanza per cui «the rule now only applies to dissenting classes – that is, classes can waive the rule, and minority positions within the class are bound by the result.»: cfr. S.J. LUBBEN, (nt. 13), 595-595. A questo si aggiunga la possibilità accordata dal *Bankruptcy Code* al debitore di distribuire *assets* in favore di taluni creditori anche prima del momento della *confirmation*.

<sup>88</sup> Cfr., G. D’ATTORRE, (nt. 8), 56-57.

<sup>89</sup> Si noti, peraltro, che anche nell’ordinamento statunitense, laddove – come nel paragrafo 1129(a)(7)(A) del *Bankruptcy Code* – è attribuito ai creditori un vero e proprio diritto individuale indisponibile dalla maggioranza di classe, il relativo contenuto è attestato sul valore di liquidazione. Infatti, in presenza di almeno una classe di creditori non integralmente soddisfatti, il giudice deve verificare, indipendentemente dal fatto che il piano rispetti o meno la APR (che in quell’ordinamento costituisce, lo si ripete, un diritto di gruppo), che ciascun creditore, appartenente a quella classe e che non abbia accettato il piano, riceva, nondimeno, un trattamento almeno pari a quello che sarebbe ad esso riservato nella procedura di *Liquidation*, ai sensi del *Chapter 7* del medesimo codice. Cfr., per una illustrazione di tale forma di tutela, rigorosamente individuale, D. VATTERMOLI, (nt. 12), 349.

Alla luce di quanto precede, potrebbe apparire non del tutto opportuna la scelta della Direttiva UE 2019/1023 di attestare sul livello del valore di liquidazione un diritto che assurge a diritto “di gruppo” e non individuale di ciascun soggetto interessato all’approvazione della proposta.

## 10. Il conflitto “distributivo” tra soci e creditori.

Il discorso sin ora condotto mira a risolvere un conflitto che è interno alla categoria dei creditori. Tuttavia, il tema della destinazione del valore dell’impresa in concordato preventivo evoca anche un secondo ordine di problemi, legati al conflitto tra l’interesse dei creditori e quello del debitore. In tale prospettiva, anche il debitore – ovvero i soci, nel caso di impresa organizzata in forma societaria – può essere compreso nel novero di soggetti che partecipano alla distribuzione del valore conteso.

Con particolare riferimento al debitore societario, ciò che occorre preliminarmente chiarire è se, sia pure solo ai fini dell’individuazione di un criterio distributivo, i soci possano essere equiparati ai creditori, con la conseguenza di poter ritenere applicabile nei loro reciproci rapporti l’art. 160, secondo comma, secondo periodo, l. fall., per come interpretato in tema di conflitto tra creditori.

A tal proposito, sebbene la tesi non sia pacifica<sup>90</sup>, può risultare condivisibile l’opinione per la quale il divieto di alterare l’ordine delle cause legittime di prelazione, sia pure testualmente riferito al rapporto tra creditori, esprima, in realtà, il momento di emersione di un principio più generale, indirizzato a risolvere i conflitti tra tutti i soggetti che, sebbene a vario titolo, concorrono nella ripartizione del medesimo bene, costituito dal “valore” residuo dell’impresa, ovvero da quello futuro, generato da una eventuale virtuosa gestione dell’attività, nel caso in cui sia stata adottata una strategia di continuità<sup>91</sup>.

In tal senso, pur essendo evidente, da un punto di vista tecnico-giuridico, la distinzione tra creditori e soci, può nondimeno essere valorizzata la posizione economico-sostanziale di questi ultimi. Si tratta, infatti, come per i creditori, pure sempre di “finanziatori” della società, *sub specie* di fornitori di capitale di rischio, che vantano, al pari dei creditori, una pretesa (incorporata nella par-

---

<sup>90</sup> G. FERRI jr, *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *RDS*, 2012, I, 477 ss., 486-7, secondo il quale l’esigenza di evitare alterazioni dell’ordine delle cause legittime di prelazione (e dunque l’esigenza di proteggere i creditori prelatizi) si pone in quanto ad approvare la proposta sono (anche) creditori di rango inferiore. Per converso, il divieto non dovrebbe valere nei rapporti tra soci e creditori, dal momento che i primi non sono mai chiamati ad approvare la proposta.

<sup>91</sup> Cfr. D. VATTERMOLI, (nt. 12), 344. Nello stesso senso, V. PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. soc.*, 2017, 100 ss., 131, il quale valorizza «l’esigenza di impedire che il programma concordatario sovverta l’ordine delle priorità e le gerarchie tra i diversi gruppi di titolari di interessi», includendo tra questi ultimi anche i soci; M. FABIANI (nt. 47), par 7.

tecipazione sociale) avente ad oggetto la restituzione del finanziamento erogato. Ciò che, all'evidenza, li distingue dai creditori e li colloca al gradino più basso dell'ordine di distribuzione, è la natura "residuale" della loro pretesa, in omaggio al principio della postergazione del "credito da conferimento" rispetto al "credito dei terzi"<sup>92</sup>.

È stato altresì notato<sup>93</sup> che, se il legislatore ha ritenuto di imporre *ab externo* – ossia prescindendo dall'iniziativa di qualsiasi soggetto<sup>94</sup> – che la distribuzione della ricchezza in favore dei creditori debba seguire una specifica logica, non potendo alterarsi l'ordine di preferenza che la legge attribuisce a ciascuno di essi, non può poi ammettersi che lo stesso legislatore si sia disinteressato del modo in cui il patrimonio viene distribuito tra i creditori e il debitore<sup>95</sup>. Al contrario, per ragioni di ordine sistematico, sarebbe ragionevole assumere che unico sia il criterio di ripartizione della ricchezza fra tutti coloro i quali possono partecipare – ancorché a vario titolo – all'assegnazione del valore conteso.

Qui, peraltro, oltre a doversi contemperare le istanze di certezza dei creditori (e quindi, indirettamente, la salvaguardia del costo dell'indebitamento per le imprese) con il riconoscimento di un adeguato "spazio di manovra" in capo al debitore (al fine di rendere nei fatti praticabili soluzioni concordatarie che distribuiscano ragionevolmente i costi della crisi), appare opportuno tenere in considerazione l'esigenza di "remunerare", quanto meno in determinati casi di continuità, il contributo dei soci, i quali continuano, sia pure, indirettamente, a gestire l'impresa e concorrono alla creazione di un valore che la liquidazione non potrebbe offrire ai creditori.

---

<sup>92</sup> Varrà da subito sottolineare come la valorizzazione del profilo economico-sostanziale deriva dal recepimento di considerazioni svolte in ordinamenti, come quello statunitense, ove anche la distinzione tra soci e creditori sotto il profilo tecnico-giuridico si attenua, nella misura in cui anche i soci sono chiamati all'approvazione della proposta.

In tal senso, anche la più volte citata Direttiva (con orientamento ripreso dalla relativa Proposta) consente agli Stati membri di ammettere al voto sulla approvazione del piano i soci o i detentori di strumenti di capitale interessati dallo stesso, sebbene inserendoli in una apposita classe. Dunque, i soci vengono trattati non tanto come i "proprietari dell'impresa", ma quali titolari di una pretesa patrimoniale – di carattere residuale – nei confronti della società da risanare. Cfr. le considerazioni di A. SANTONI, (nt. 14), 357.

<sup>93</sup> Cfr. D. VATTERMOLI, (nt. 12), 344.

<sup>94</sup> Secondo una forma di etero-tutela delle ragioni dei creditori. Si veda, in tal senso, D. VATTERMOLI (nt. 12), 338-339.

<sup>95</sup> Ovvero tra i creditori e i soci, nel caso di impresa societaria.

## 11. Continuità e APR nel rapporto soci-creditori.

A questo punto, può indirizzarsi l'attenzione verso la fattispecie del concordato in continuità, nel quale le prerogative patrimoniali dei soci sembrerebbero porre problemi più significativi, rispetto all'ipotesi del concordato liquidatorio, ove la sola condivisione dei rilievi svolti in premessa, potrebbe suggerire l'adozione di un criterio distributivo in linea con il principio della APR, per ragioni non dissimili da quelle che si sono espone in tema di conflitto tra creditori.

Nel concordato in continuità, oltre alle ragioni illustrate nel par. 6 che precede, potrebbe militare in favore dell'adozione della soluzione interpretativa più rigorosa un ulteriore argomento, che prende in considerazione specificamente la posizione dei soci.

Si è, infatti, affermato, su un piano "macroeconomico", che la regola di priorità assoluta consentirebbe di correggere un c.d. *agency problem*<sup>96</sup>, derivante dalla circostanza per cui il debitore, dopo aver ricevuto finanziamenti da investitori esterni, è in grado di compiere azioni "inosservabili" da parte di questi ultimi e tali da rendere difficile per essi comprendere se il primo stia adottando una linea gestionale compatibile con le dimensioni e le caratteristiche del debito assunto. Siffatto *deficit* informativo in capo al creditore si tradurrebbe, inevitabilmente, in una contrazione nella concessione del credito ovvero in un irrigidimento delle relative condizioni<sup>97</sup>. Così, si è ritenuto che massimizzare la parte di ricchezza da destinare agli investitori esterni nel caso di crisi potrebbe contribuire a ridurre gli effetti negativi del problema su menzionato. La *absolute priority rule*, non consentendo al debitore di ricevere alcunché, salvo il caso in cui i finanziatori esterni siano stati integralmente soddisfatti, avrebbe, allora, la capacità di indurre il debitore ad adottare scelte gestionali orientate al successo dell'attività, a tutto vantaggio (anche) dei creditori<sup>98</sup>. Tuttavia, con riferimento alle imprese di maggiori dimensioni organiz-

---

<sup>96</sup> Cfr. A. SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, in 91 *Va. L. Rev.* 1199 (2005), 1207. Si veda anche D. G. BAIRD, (nt. 34), 799, il quale, evidenziando il problema di azzardo morale che si pone, afferma che «the outside investors have no easy way to tell whether the owner-manager is doing everything she can do to make the venture succeed. Nor they can tell whether she is taking unnecessary risks».

<sup>97</sup> Cfr., D.G. BAIRD, (nt. 34), 799; A. SCHWARTZ, *The Absolute Priority Rule and the Firm's Investment Policy*, in 73 *Wash. U. L. Q.*, 1213 (1994), 1224, ove si legge che «deviations from absolute priority are undesirable».

<sup>98</sup> Mostrando una propensione per la APR, sottolinea che la scelta della regola distributiva possa impattare sulla condotta gestionale della società *in bonis*, L.A. BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, in 57 *J. Fin.* 445 (2002), 447.

zate secondo i modelli societari capitalistici non vi è – tendenzialmente – coincidenza tra i soggetti investiti del compito di adottare le scelte gestorie e coloro in danno dei quali si risolverebbe l'adozione della priorità assoluta, ragione per cui l'interpretazione rigida della regola di distribuzione potrebbe, al più, avere un effetto solo indiretto e mediato sulle condotte gestorie, tale da ridurre in minima misura i “costi di agenzia”<sup>99</sup>.

Cionondimeno, al fine di scartare l'opzione della APR per il concordato in continuità, potrebbero qui ripetersi le osservazioni svolte in precedenza (par. 7), che segnalano l'incertezza del calcolo del valore dell'impresa che la continuità implicherebbe, nonché i possibili costi legati al processo di valutazione medesimo; costi che graverebbero, in questo caso, anche sulle spalle di un debitore già onerato dal peso di un'esposizione debitoria significativa.

## 12. APR “debole”: New Value Exception e Small-Medium Enterprises Equity Retention Plan.

Quanto al diverso criterio di ripartizione delle risorse della società in crisi che ha adottato una strategia di continuità, sono state avanzate alcune ipotesi che non alterano, nella sostanza, la logica della APR, ma che costituiscono semplici “correttivi” della medesima, tali da renderla più coerente con le esigenze di tutela che emergono nei concordati non liquidatori.

Si tratta di soluzioni che esprimono il principio per cui i creditori hanno diritto all'integrale soddisfazione delle relative pretese e a ciò è destinato l'intero patrimonio (presente e futuro) del debitore, ma i titolari di partecipazioni possono «utilizzare lo strumento concorsuale per “riappropriarsi” della “proprietà” dell'impresa in crisi e per partecipare ai benefici della ristrutturazione» solo mediante «l'apporto di nuovi valori in misura congrua rispetto al sacrificio richiesto ai creditori»<sup>100</sup>.

Viene in rilievo, in primo luogo, la c.d. *new value exception o new value doctrine* (NVE)<sup>101</sup>, che costituisce una eccezione – appunto – alla *absolute priority rule*. Tale eccezione è stata elaborata nella giurisprudenza della Su-

---

<sup>99</sup> Cfr., D.G. BAIRD, (nt. 34), 800-801.

<sup>100</sup> Così, V. PINTO, (nt. 91), 131-132, cui appartiene il virgolettato nel testo.

<sup>101</sup> Per una chiara illustrazione della *new value exception*, si veda N. L. GEORGAKOPOULOS, (nt. 15), 5 ss.; nella letteratura italiana si veda D. VATTERMOLI *Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lheman Brothers)*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2009, II, 67 ss., 84; ID., (nt. 12), 353.

*preme Court* statunitense della fine degli anni '30 del secolo scorso<sup>102</sup> e, seppur con taluni adattamenti, viene seguita ancora oggi in quell'ordinamento, come testimonia il *final report* redatto dall'ABI in vista della riforma del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* (per brevità, ABI FR)<sup>103</sup>. Si tratta di una soluzione che consente ai soci originari di mantenere le proprie partecipazioni, a condizione che essi corrispondano una somma a titolo di prezzo, da indicare nella proposta concordataria e quindi da sottoporre all'approvazione dei creditori. Si assume che, laddove si proponga un pagamento parziale dei creditori, il valore attuale delle partecipazioni sociali non possa che essere pari a zero, in quanto le perdite devono essere imputate prima al capitale di rischio e successivamente a quello di credito. Le stesse partecipazioni sono però destinate ad acquistare valore per effetto della falcidia concordataria. Poiché vale in principio, anche in questo caso, la APR, l'unico modo per evitare che i soci si appropinquo del nuovo valore delle quote di capitale, sottraendolo ai creditori – i quali accettano un pagamento parziale – è imporre loro la corresponsione di una somma a titolo di prezzo delle partecipazioni che conservano. All'evidenza, la questione più delicata ruota attorno alla congruità del prezzo da pagare per conservare la propria posizione nella compagine sociale<sup>104</sup>. Ebbene, è proprio in relazione a quest'ultimo punto che la giurisprudenza statunitense è intervenuta, precisando che si deve trattare del «*best obtainable [price]*»<sup>105</sup>, ossia del prezzo determinato a seguito di un'asta competitiva. Si tratta, in sostanza di un *test* di mercato, mediante il quale si vuole evitare la condotta abusiva del socio che, pagando un prezzo irrisorio, possa, in danno ai creditori, conservare una porzione del valore nell'impresa<sup>106</sup>.

---

<sup>102</sup> Cfr., la sentenza della Suprema Corte statunitense nel caso *Case v. Los Angeles Lumber Products Co. Ltd.*, 308 U.S. 106 (1939).

<sup>103</sup> Cfr. *American Bankruptcy Institute. Commission to Study the Reform of Chapter 11. Final Report and Recommendations*, disponibile in internet al seguente indirizzo: <http://commission.abi.org/full-report>, 225–226, ove, dopo una ricognizione del contenuto della *new value exception*, si conclude nel senso che «these Commissioners believed that authorizing the new value corollary furthered the underlying reorganization goals of chapter 11».

<sup>104</sup> Si mostra sensibile all'esigenza di evitare che i soci possano «partecipare ai benefici della ristrutturazione senza l'apporto di nuovi valori *in misura congrua* rispetto al sacrificio richiesto ai creditori» (corsivo aggiunto) V. PINTO, (nt. 91), 132.

<sup>105</sup> *Bank of America National Trust and Savings Association v. 203 North LaSalle Street Partnership*, 526 U.S. 434 (1999), 456.

<sup>106</sup> Lo stesso ABI FR, (nt. 103), 225, conferma come la sentenza resa nel caso *North LaSalle* sia stata sempre interpretata dalla dottrina e dalla giurisprudenza statunitense nel senso di richiedere un *test* di mercato, ancorché in assenza di puntali indicazioni circa le possibili con-

Peraltro, si è tentato nella dottrina italiana<sup>107</sup> di recepire la NVE – così come da ultimo interpretata dalla giurisprudenza nord-americana – adattandone il meccanismo in relazione al diritto domestico. In particolare, si è suggerito di sostituire il *test* di mercato con l’attestazione del professionista designato che il prezzo previsto nella proposta corrisponda al reale valore economico della partecipazione che il socio conserva. Così, imponendo ai soci di contribuire economicamente al risanamento “a condizioni di mercato” per poter conservare le proprie partecipazioni, si otterrebbe, sul piano della posizione dei creditori, il medesimo risultato conseguibile attraverso l’assegnazione a questi ultimi – come *datio in solutum* – di tutte le partecipazioni sociali, laddove queste fossero, successivamente, vendute a terzi.

In secondo luogo, può richiamarsi il c.d. *Small Medium Enterprises (SME) equity retention plan*: un istituto – contemplato nell’ABI FR<sup>108</sup> – che tenta di contemperare l’esigenza di soddisfacimento integrale dei creditori che discende dalla APR con la conservazione in capo ai soci di piccole e medie imprese della loro quota nel capitale della società, in quanto strumentale alla prosecuzione dell’attività<sup>109</sup>. Il meccanismo suggerito dall’ABI consente ai soci di

---

formazioni di quest’ultimo. Nel senso che «*LaSalle imposes a market test*», N. L. GEORGAKOPOULOS, (nt. 15), 7 ss. Riprende tali osservazioni, D. VATTERMOLI, (nt. 12), 354; ID., (nt. 101), 85-86.

<sup>107</sup> Cfr., sempre, D. VATTERMOLI, (nt. 12), 356.

<sup>108</sup> Cfr. l’ABI FR, (nt. 103), 296 ss.

<sup>109</sup> In tal senso, è stato efficacemente affermato che si tratta di un meccanismo che «protects the principles of absolute priority to a large degree whilst also allowing SME shareholders to stay involved»: cfr., R.J. DE WEIJS, A.L. JONKERS, M. MALAKOTIPOUR, (nt. 32), par. 7.1. Anche tale dottrina è sensibile, infatti, al tema della valorizzazione dell’elemento personale della partecipazione e della diversa modulazione della regola distributiva in ragione delle dimensioni dell’impresa, sebbene si precisi come una eccezione alla APR sia ammissibile solo nei «cases in which shareholders can prove their specific characteristics and skills are closely tied to the business and that they have employed these characteristics and skills in the business over the last years.» (sempre par. 7.1).

In una prospettiva simile, è stato suggerito come la fairness del piano vada misurata non tanto in relazione all’integralità o meno del pagamento proposto, quanto alle honest expectations dei creditori alla luce delle circostanze concrete e degli impegni da questi assunti sul piano contrattuale, con la conseguenza che «for instance, a creditor who traded with a company of a single entrepreneur (like an artisan, for instance) can expect that any restructuring of the company would see the entrepreneur continuing the business. Thus, it is fair to confirm a plan against the holdout position of some creditors although it leaves the shares of the company (value) with the entrepreneur. In contrast, any creditor who traded with a publicly held company would expect that in any restructuring losses would be borne by equity holders first. Here, shareholders are investors, not entrepreneurs. They are not relevant for the continuation of the

SME di conservare, per un determinato periodo, intatta la partecipazione, al fine di contribuire, mediante il proprio apporto personale, al risanamento dell'impresa. La posizione dei creditori non integralmente soddisfatti, viene tutelata nella misura in cui si consente ad essi, al termine del periodo, di "entrare" nel capitale per l'85 % delle partecipazioni ordinarie, ovvero di ricevere, laddove i soci vogliono evitare l'ingresso di terzi nella compagine sociale, il pagamento del credito nella misura originariamente dovuta, lasciando i soci unici detentori del capitale.

### 13. Segue: la US RPR.

Può essere utile, a questo punto, esaminare anche la già accennata US RPR. Si tratta, infatti, di una regola che, (similmente a quanto avviene nel caso della NVE e dello SME *equity retention plan*), pur non alterando il principio della APR, mira a modificarne l'operatività, al fine di adattarla alla fattispecie del concordato in continuità aziendale. Non è, tuttavia, (al contrario della NVE e dello SME *equity retention plan*) una soluzione che "indebolisce" la *absolute priority rule*, nel senso di attribuire ai soci talune prerogative patrimoniali, pur in presenza di un sacrificio imposto ai creditori, ma che permette di correggerne un possibile effetto "collaterale", evitando gli inconvenienti derivanti da una distribuzione ancorata ad una valutazione dell'impresa compiuta *ex ante*, con ampio margine di errore.

Potrebbe, infatti, verificarsi l'ipotesi in cui il valore dell'impresa risulti, all'esito del piano di risanamento, superiore al valore nominale dei crediti vantati da coloro che occupano nell'ordine di distribuzione un grado superiore rispetto ai soci. In tale ipotesi, partendo dall'assunto per cui, nel caso di continuità, il calcolo del valore dell'impresa assume la forma di una stima previsionale, una sottovalutazione *ex ante* del valore dell'impresa potrebbe aver condotto all'omologazione di un piano con estromissione dei soci da qualunque distribuzione. Se così fosse, il maggior valore dell'impresa – percepito solo *ex post* – verrebbe attribuito interamente ai creditori, in misura superiore al nominale del credito da essi vantato<sup>110</sup>. Proprio per evitare questa indebita at-

---

business. Thus, a plan that allows them to not only retain shares, but also to claim dividends before all creditors are paid accordingly may be rejected in good faith». Cfr. in tal senso, S. MADAUS, (nt. 41), 637-638 e, in particolare 638.

<sup>110</sup> Il fenomeno è chiaramente illustrato da D.G. BAIRD, (nt. 34), 793 ss.; il ragionamento è ripreso da D. VATTERMOLI, (nt. 71), 869-870.

tribuzione in favore dei creditori, dovuta «ad una sorta di *mismatching* temporale»<sup>111</sup>, si è proposto di intervenire sull'operatività della APR. Si è così formulata la US RPR<sup>112</sup>, che consente di attribuire ai soci una *call option*, fondata sul riconoscimento in capo agli stessi di un *option value*<sup>113</sup>. Allo stesso tempo, ai creditori viene attribuito il totale delle partecipazioni societarie. In virtù della *call option* i soci hanno il diritto di estromettere i creditori dalla compagine sociale, in un momento prefissato (c.d. *exercise date*) convenzionalmente pattuito ed inserito nel piano e a fronte della corresponsione di un prezzo predeterminato, equivalente al valore nominale di ciascun credito (c.d. *strike price*). Se alla *exercise date* il valore dell'impresa supera il valore nominale dei crediti, i soci potranno esercitare l'opzione ed estromettere i creditori, che come tali, riceveranno piena soddisfazione delle loro pretese. Così facendo, i soci si riappropriano di quella parte del valore dell'impresa, che, sulla base di una valutazione *ex ante*, era stato attribuito ai creditori in eccedenza rispetto al nominale del credito da essi vantato. Al contrario, se alla *exercise date* il valore dell'impresa non è sufficiente a soddisfare integralmente i creditori, ai soci non converrà esercitare l'opzione, e ad essi non potrà essere riconosciuto alcun valore, in quanto i creditori saranno solo parzialmente soddisfatti. Allo stesso modo, una sopravvalutazione *ex ante* del valore dell'impresa può condurre alla attribuzione di qualche risorsa ai soci, laddove invece, all'esito del piano, il valore complessivo potrebbe non risultare sufficiente a soddisfare per intero i creditori. In tal caso, l'iniziale attribuzione del 100% del capitale sociale ai creditori, e correlativa attribuzione della *call option* ai soci, consente di evitare che, laddove l'impresa non raggiunga un valore superiore al totale dei crediti, i soci conservino qualcosa. Infatti, l'opzione

---

<sup>111</sup> Cfr. D. VATTERMOLI, (nt. 71), 870.

<sup>112</sup> Sul meccanismo della US RPR si veda, sempre, D.G. BAIRD, (nt. 34), 792 ss., in particolare 795, nota 36; l'illustrazione della regola è ripresa, nell'ottica di far emergere le differenze strutturali tra la US RPR e la EU RPR da R.J. DE WEIJS, A.L. JONKERS, M. MALAKOTIPOUR, (nt. 32), par. 5; in argomento anche D. VATTERMOLI, (nt. 71), 870 ss.

<sup>113</sup> Il riconoscimento di un qualunque *option value* alla posizione del socio riposa sulla possibilità che il valore dell'impresa all'esito del piano «*be worth more than what is owed the senior investor*»; cfr., in questi termini, D.G. BAIRD, (nt. 34), 793. Ne deriva che, laddove – sulla base di una valutazione prognostica – sia esclusa ogni possibilità che il valore dell'impresa superi l'ammontare dei crediti, non è dato riconoscere in capo ad alcun socio l'*option value*. Ciò comporta che nulla potrà spettare ai soci, in quanto i creditori subiranno certamente un soddisfacimento solo parziale. Su un piano più generale, lo stesso a., sempre a 793, qualifica le opzioni come componenti di ogni strumento di investimento.

non verrà esercitata e tutto il valore disponibile – ancorché non sufficiente per pagare interamente i creditori – andrà ad esclusivo vantaggio di questi ultimi.

Così, se la APR – nonostante gli eventuali correttivi della NVE e del SME *equity retention plan* – individua il limite minimo di soddisfacimento dei creditori nel pagamento integrale, la US RPR (che non esclude, ma si inserisce nella cornice della APR): (i) fissa allo stesso livello il soddisfacimento massimo che gli stessi possono ottenere; (ii) impedisce che, nel caso di sopravvalutazione *ex ante* del valore dell'impresa, i soci possano conservare parte del valore in difetto di soddisfacimento integrale dei creditori.

#### 14. *Continuità e EU RPR nel rapporto soci-creditori.*

Sembrerebbe meritevole di condivisione l'orientamento che, scartata l'opzione della APR (sebbene temperata mediante la possibile applicazione dei correttivi di cui ai parr. 12 e 13), risolve il conflitto distributivo tra soci e creditori in senso conforme al principio espresso dalla EU RPR<sup>114</sup>.

Oltre alle considerazioni svolte in precedenza (par. 8) possono qui valere i seguenti rilievi.

In primo luogo, il primo periodo dell'art. 160, secondo comma, l. fall. può esser letto quale punto di emersione di un principio generale del concordato in continuità, che esprime la propensione dell'ordinamento a salvaguardare *tout court* le prerogative patrimoniali dei creditori *nei limiti* della loro "dimensione" in scenari liquidatori alternativi<sup>115</sup>, con la conseguenza che, se ai chirogra-

---

<sup>114</sup> G. D'ATTORRE, (nt. 59), 1016.

<sup>115</sup> Tuttavia, mentre l'art. 180 l. fall. prevede che nel caso in cui un creditore "qualificato" (ossia «un creditore appartenente ad una classe dissenziente ovvero, nell'ipotesi di mancata formazione delle classi, i creditori dissenzienti che rappresentano il 20 per cento dei crediti ammessi al voto») si opponga all'omologazione, il tribunale può omologare solo qualora ritenga che il credito possa essere soddisfatto in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili (i.e. l'ipotesi della liquidazione fallimentare), tale controllo non può essere sollecitato dal socio che non può (almeno secondo l'attuale dato positivo) opporsi all'omologazione per ragioni di convenienza del concordato rispetto al fallimento.

In ogni caso, gli artt. 160, secondo comma, primo periodo e 180, quarto comma, l. fall., descrivono una forma di tutela tendenzialmente individuale della posizione dei creditori, in quanto ciò che viene in rilievo è il trattamento previsto per taluni specifici creditori in confronto a quello che sarebbe offerto loro nelle alternative concretamente praticabili. Si tratta, in questo caso, di una questione attinente non alla «maggiore formazione della provvista», ma ad «una particolare scelta di distribuzione della stessa», cfr. A. ROSSI, *Il migliore soddisfacimento dei creditori (quattro tesi)*, in *Fall.*, 2017, 637 ss., 643.

fari non può essere distribuita alcuna ricchezza finché ai prelatizi non viene attribuito il valore che ad essi spetterebbe in caso di liquidazione (essendo, invece, il *surplus* da continuità liberamente distribuibile), coerentemente, può sostenersi che al debitore (ovvero ai soci) nulla possa essere assegnato se ai creditori (tutti) non venga garantito il medesimo valore di liquidazione.

Inoltre, sebbene la considerazione valga soprattutto per quei tipi societari ove il coinvolgimento dei soci nella gestione dell'impresa assume un ruolo centrale ovvero in quei casi in cui le qualità personali dei soci risultino strumentali all'esercizio dell'attività, potrebbe apparire eccessivamente penalizzante escluderne la partecipazione al godimento di una maggiore ricchezza, che proprio loro hanno contribuito a generare. Al fine di consentire che i creditori ricevano qualcosa in più rispetto a ciò che otterrebbero in caso di liquidazione, sembra, invece, opportuno offrire al debitore (ovvero ai soci) la possibilità di «salvare qualcosa dal naufragio anche quando i creditori non sono stati soddisfatti» integralmente<sup>116</sup>.

È stato, altresì, osservato come l'adozione di una regola distributiva ispirata al principio della EU RPR potrebbe favorire il tempestivo accesso ad una procedura di soluzione negoziale della crisi. Il debitore avrebbe, infatti, tutto l'interesse a rilevare con tempestività gli eventuali segni della crisi stessa per trovare una soluzione negoziata con i creditori, piuttosto che compiere “atti disperati” nell'intento di salvare le sorti dell'attività, ma rischiando di aggravare il dissesto che, in ipotesi, ricadrebbe (anche) a suo svantaggio<sup>117</sup>.

---

<sup>116</sup> Cfr. L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, 1041 ss., 1063.

<sup>117</sup> Cfr. L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C.G. PAULUS, I. TIRADO (Edited by), (nt. 33), 46-47. Nello stesso senso, G. D'ATTORRE, (nt. 1), 1076.

Di converso, la destinazione integrale delle risorse generate dalla continuità a beneficio dei creditori fino al loro integrale soddisfacimento potrebbe risultare incompatibile con le esigenze di “autofinanziamento dell'impresa”. Se lo scopo che il debitore si prefigge con la continuità è *anche* quello di generare nuova ricchezza al fine di riacquisire una stabilità economico-finanziaria, privarlo della possibilità di incamerare parte delle nuove risorse fino ad integrale pagamento di tutti i creditori avrebbe verosimilmente l'effetto di disincentivare ogni soluzione in continuità ed di offrire ai creditori nient'altro che il fallimento, ove, non solo il loro livello di soddisfazione non sarebbe il massimo possibile in assoluto, ma risulterebbe anche inferiore a quello ottenibile in virtù di talune proposte di concordato in continuità, che però riservano qualche risorsa anche al debitore. Questa idea è espressa in giurisprudenza – sebbene in relazione al tema dell'interpretazione dell'espressione «miglior soddisfacimento dei creditori» di cui all'art. 186-*bis*, secondo comma, lett. b), l. fall. (art. 87, terzo comma, c.c.i.i.) – da Trib. Firenze, 2 novembre 2016, in *Fall.*, 2017, 313, con nota di G. D'ATTORRE, (nt. 78). Nello stesso ordine di idee è stato, inoltre, efficacemente aggiunto che «se si ritiene che i soci, deliberando comunque uno scioglimento anticipato della società, siano in grado di impedire la predispo-

Potrebbe essere, infine, valorizzato un argomento testuale. Sebbene il c.c.i.i. non sia affatto esplicito nella scelta di tale criterio distributivo, esso nondimeno ci consegna, forse (ma chissà davvero quanto) inconsapevolmente, uno “strisciante” indizio a favore del principio di priorità relativa intesa in senso europeo. L’art. 84, secondo comma, dichiara che nel concordato con continuità aziendale il ripristino dell’equilibrio economico e finanziario viene conseguito nell’interesse prioritario dei creditori, ma anche «dell’imprenditore e dei soci». Questo inciso sembrerebbe consentire una partecipazione dei soci in termini patrimoniali alla ricchezza generata dalla continuità, pur nel rispetto dell’interesse prioritario dei creditori<sup>118</sup>. Potrebbe, in effetti, trattarsi solo di una suggestione, ma, nell’assenza di chiare disposizioni in senso contrario, di una suggestione non così priva di fondamento, anche alla luce delle – pur ambigue – indicazioni che provengono dal legislatore europeo<sup>119</sup>.

---

sizione di un piano in continuità c.d. soggettiva che, in ipotesi, offra un trattamento dei creditori concorsuali migliore rispetto alla soluzione fallimentare, occorre lasciare loro un’aspettativa di remunerazione della persistenza nel vincolo sociale». Cfr., per tale riflessione A. ROSSI *La governance dell’impresa in fase di ristrutturazione*, in *Fall.*, 2015, 253 ss., 264.

<sup>118</sup>In questo senso, L. STRANGHELLINI, *Il codice della crisi d’impresa: una primissima lettura (con qualche critica)*, in *Corr. giur.*, 2019, 449, ss., 455.

<sup>119</sup>Ulteriore indizio, seppur ancora più “nascosto” di quello citato nel testo, potrebbe ricavarsi da una disposizione del c.c.i.i. nell’ambito del concordato di gruppo. Si tratta del quinto comma dell’art. 285 che, nella versione che recepisce le modifiche apportate dal c.d. decreto correttivo al c.c.i.i. (ai sensi dell’art. 1, primo comma, della l. 8 marzo 2019, n. 20) dispone che «I soci possono far valere il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale dalle operazioni di cui ai commi 1 e 2, esclusivamente attraverso l’opposizione all’omologazione del concordato di gruppo. Il tribunale omologa il concordato se esclude la sussistenza del pregiudizio in considerazione dei vantaggi compensativi derivanti alle singole imprese dal piano di gruppo». Si tratta di una norma che consente ai soci di opporsi al concordato di gruppo, nel caso in cui vi sia stato, in assenza di vantaggi compensativi, un trasferimento di ricchezza infragruppo che ha depauperato il patrimonio della società del socio opponente. Ancorché presumibilmente non fosse intenzione del legislatore introdurre con tale norma – peraltro in tema di gruppi – una preferenza per una certa regola distributiva, potrebbe ritenersi che una soluzione del genere sia più coerente con il paradigma della EU RPR, piuttosto che della APR. Ciò in quanto, il diritto di opporsi potrebbe trovare spiegazione proprio sul presupposto che nell’ordinamento valga una regola che consente al socio di conservare ricchezza nel risanamento, piuttosto che una regola che lo tagli fuori da qualsiasi percezione di valore in difetto di soddisfacimento integrale dei creditori.

## 15. Conclusioni.

Alla luce del percorso argomentativo qui sviluppato è possibile sciogliere il quesito posto in apertura nel senso di interpretare la regola sull'ordine delle cause di prelazione di cui all'art. 160, secondo comma, 1. fall., tanto nei rapporti fra creditori, quanto tra soci e creditori, in modo diverso a seconda che si tratti della fattispecie del concordato liquidatorio o di quello in continuità.

Nel primo caso, varrà la tradizionale APR ed il *quid pluris* atteso dalla liquidazione concordataria sarà indirizzato al soggetto collocato più in alto nell'ordine di distribuzione fino ad integrale soddisfacimento; nel secondo caso, ragioni di flessibilità della proposta, problemi legati ai costi e alle incertezze della stima circa la ricchezza attesa dalla continuità, nonché l'attuale dato positivo inducono a privilegiare una interpretazione del divieto di alterare l'ordine delle cause di prelazione in senso conforme alla EU RPR, così da ritenere liberamente distribuibile (a condizione che al soggetto di rango più elevato sia comunque assicurato un trattamento "migliore" del soggetto di rango inferiore) il *surplus* della continuità in eccesso rispetto al valore di liquidazione (fallimentare).

A ben vedere, si tratta di una soluzione volta ad affermare il principio secondo il quale garanzia patrimoniale e cause legittime di prelazione sono istituti che hanno un senso solo laddove vi sia un patrimonio liquidabile, oppure nei limiti del valore di liquidazione di un determinato patrimonio.

Così, tanto nel caso della liquidazione, quanto in quello della continuità è il solo valore di liquidazione dei beni del debitore ciò che è sottoposto ad un vincolo di distribuzione secondo l'ordine di cui all'art. 111 l. fall. Mentre, tuttavia, nel concordato liquidatorio tale valore deriva dalla integrale liquidazione (magari a condizioni migliori di quelle ottenibili nel fallimento) di un patrimonio già esistente (così che potrebbe parlarsi di "valore della liquidazione"), nel concordato in continuità esso coincide con quello di (parte di) un patrimonio futuro, che verrà ad esistenza solo nel caso di una virtuosa gestione dell'impresa in continuità (così che potrebbe parlarsi di "valore di liquidazione").

Ogni eventuale *surplus* nel caso di continuità risulta, per la parte eccedente il valore di liquidazione, liberamente distribuibile purché al soggetto di rango più elevato sia comunque assicurato un trattamento "migliore" del soggetto di rango inferiore, senza che ciò si risolva in una violazione dell'ordine delle cause di prelazione.