

# La relazione giurata dell'esperto estimatore ex art. 124, comma 3, l.fall.

6

di Patrizia Riva

## SOMMARIO

- 6.1 Esperto estimatore ed esperto attestatore: il quadro di riferimento
- 6.2 Requisiti e nomina dell'esperto estimatore
- 6.3 Oggetto della relazione estimativa
  - 6.3.1 "Beni e diritti" a garanzia dei crediti falcidiati
  - 6.3.2 Confini della valutazione
- 6.4 Fase preliminare di revisione. Specificità di una *due diligence* svolta durante il fallimento
- 6.5 Fase di valutazione. Criticità
  - 6.5.1 "Valore di mercato" in caso di liquidazione
  - 6.5.2 "Valore di mercato" netto
  - 6.5.3 Data di riferimento e data di chiusura delle operazioni
  - 6.5.4 Analisi per scenari e conseguente individuazione di più stime
- 6.6 *Disclosure* sulle aree di rischio della stima
- 6.7 Struttura della relazione estimativa

### 6.1 Esperto estimatore ed esperto attestatore: il quadro di riferimento

La legge fallimentare distingue due interventi specifici dell'esperto nell'ambito delle differenti procedure concorsuali. A seconda della procedura adita e del contesto si distingue infatti tra<sup>1</sup>:

- esperto attestatore, figura prevista dall'art. 67 lettera d) l.fall., nell'ambito delle attestazioni dei piani; dall'art. 161, n. 3, l.fall., nell'ambito del concordato preventivo; dell'art. 182, n. 1, l.fall., nell'ambito degli accordi di ristrutturazione;
- esperto stimatore, figura prevista dall'art. 124, n. 3, nell'ambito del concordato fallimentare e dall'art. 160, n. 2, l.fall., nell'ambito del concordato preventivo).

Più in particolare e letteralmente l'esperto attestatore:

- nel piano ex art 67 l.fall. deve attestare "la ragionevolezza di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria";
- negli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art 182 bis l.fall. deve valutare "l'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei";
- nel concordato preventivo ex art. 161 l.fall. è chiamato ad "attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo". Si tratta di situazioni differenti nelle quali l'esperto, individuato e nominato dalla proponente, è chiamato a svolgere un ruolo di soggetto terzo, indipendente rispetto all'impresa e a parere di chi scrive ai consulenti di questa, e a esprimere un proprio rilevante e autonomo giudizio sugli interventi prospettati, effettuando una vera e propria attività di "revisione" di dati prospettici in conformità con i principi di *assurance* internazionali vigenti (in particolare l'ISAE 3400) e con le Linee Guida emanate in materia dal CNDCEC<sup>2</sup>.

Del tutto differenti sono invece il ruolo e i compiti dell'*esperto stimatore* che può essere chiamato ad agire sia nell'ambito di un concordato fallimentare sia nell'ambito di un concordato preventivo.

<sup>1</sup> Questa terminologia è rintracciabile nel documento *La relazione giurata estimativa del professionista nel concordato preventivo e nel concordato fallimentare*, Commissione nazionale di studio "Il diritto Fallimentare dopo la riforma" del CNDCEC disponibile sul sito [www.cndcec.it](http://www.cndcec.it). D'ora in poi indicato per brevità "La relazione giurata estimativa".

<sup>2</sup> Per approfondimenti si rinvia: RIVA, *L'attestazione dei piani delle aziende in crisi. Principi e documenti di riferimento*, Milano, 2009; RIVA, *La relazione di attestazione struttura e contenuto, in Crisi aziendali e processi di risanamento*, a cura di Danovi e Quagli, Milano, 2010.

Il nuovo art. 124, terzo comma, l. fall. stabilisce che la proposta di concordato fallimentare può prevedere che i creditori muniti di diritto di prelazione 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 vendita, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile al cespite o al credito oggetto della garanzia, indicato nella relazione giurata di un professionista<sup>3</sup>. Lo scopo della norma è quello di regolamentare la posizione dei creditori assistiti da garanzia specifica su un bene (ipotecari, pignorati e privilegiati speciali), consentendo il pagamento parziale di costoro alla condizione che non ricevano un trattamento peggiore rispetto a quanto potrebbero in concreto percepire in caso di vendita dei beni oggetto della prelazione. La relazione estimativa è condizione di ammissibilità del concordato fallimentare e preventivo con falcidia dei creditori prelatizi. Il documento del CNDCEC, *La relazione giurata estimativa del professionista nel concordato preventivo e nel concordato fallimentare* evidenzia che: "la funzione della relazione in esame è, pertanto, quella di stabilire indirettamente la misura minima della percentuale di soddisfazione dei creditori prelatizi offerta con il concordato, al di sotto della quale la proposta non può essere ammessa. Infatti, stabilito quanto i creditori prelatizi riceveranno in mancanza di concordato, la proposta non può prevedere l'offerta di una percentuale inferiore. Dunque, la proposta di concordato deve offrire ai creditori prelatizi falcidiati un riparto superiore a quello che riceverebbero nel fallimento senza il concordato". Da qui nasce l'esigenza di stabilire quale sia il presumibile valore dovendosi accertare, per giustificare una soddisfazione non integrale, se e in che limiti quel creditore troverebbe capienza in caso di *continuazione* della procedura fallimentare. La nomina dell'esperto da parte del tribunale è prevista proprio per appurare se ricorra la condizione richiesta<sup>4</sup>.

Si tratta di una norma speculare a quella prevista dall'art. 160, c. 2, in materia di concordato preventivo. Anche in questo secondo caso, infatti, è possibile che la proposta preveda il pagamento non integrale dei creditori

<sup>3</sup> Autorevole dottrina evidenzia che: "si può offrire ai creditori privilegiati un pagamento inferiore al 100%, ma nei limiti previsti dal c. 3 anche se per essi non si costituisce una classe particolare, infatti sarebbe possibile presentare un concordato privo di classi ma nel quale ai creditori privilegiati viene offerto l'equivalente di quanto si realizzerebbe liquidando il bene o il diritto che costituisce la loro garanzia" così PALUCHOWSKI-PAJARDI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008, 683; STANGHELLINI, *Commento sub. art. 124*, in AA.VV., *Commentario*, a cura di Jorio, Fabiani, 1966.

<sup>4</sup> «Stante la notoria variabilità delle valutazioni «di mercato» il 124, comma 3, stabilisce che il valore di mercato deve essere assicurato nella sua congruità e certezza dalla relazione giurata di un professionista esperto (...),» così PALUCHOWSKI-PAJARDI, *op. cit.*, 683.

privilegiati ed è richiesto, quale condizione per l'ammissione, il deposito da parte del proponente tra gli allegati al ricorso della relazione giurata di un professionista che stimi il valore dei beni o diritti su cui sussiste la causa di prelazione. Naturalmente in questo secondo caso l'esperto dovrà accertare, per giustificare una soddisfazione non integrale, se e in che limiti quel creditore troverebbe capienza in caso di *apertura* della procedura fallimentare. Poiché oggetto del presente lavoro è il concordato fallimentare, l'attenzione si concentrerà nei prossimi paragrafi sulla relazione giurata dell'esperto estimatore *ex art.* 124, c. 3, l.fall..

## 6.2 Requisiti e nomina dell'esperto estimatore

Può essere nominato esperto estimatore un professionista iscritto nel registro dei revisori contabili che abbia i requisiti di cui all'art. 28 lett. a) e b) l.fall.<sup>5</sup> ossia che presenti le caratteristiche necessarie per essere designato curatore fallimentare. In altri termini il ruolo di esperto estimatore – come anche quello di esperto attestatore – può essere assunto esclusivamente da un dottore commercialista, da un ragioniere commercialista o da un avvocato, iscritto nei relativi albi professionali, e iscritto altresì nel registro dei revisori contabili. Anche i professionisti soci o associati in società professionali o studi professionali associati possono assumere l'incarico, purché il soggetto incaricato abbia i requisiti sopra illustrati e la società o l'associazione sia composta da iscritti negli albi sopra richiamati. Si evidenzia inoltre che pur essendo prevista dalla norma di legge la possibilità di conferire l'incarico di curatore fallimentare sia ai professionisti singoli, sia direttamente agli studi associati e società tra professionisti, è invalsa la prassi di avvalersi in via principale del contributo della prima categoria di soggetti.

È importante evidenziare che nel caso di relazione estimativa redatta nell'ambito del concordato fallimentare prevista dall'art. 124, terzo comma,

<sup>5</sup> L'art. 28 l.fall. prevede alla lettera a) che possono essere chiamati a svolgere le funzioni di curatore gli avvocati, i dottori commercialisti, i ragionieri e i ragionieri commercialisti e alla lettera b) gli studi professionali associati o le società tra professionisti, sempre che i soci degli stessi abbiano i requisiti professionali di cui alla lettera a). In tale caso, all'atto dell'accettazione dell'incarico, deve essere designata la persona fisica responsabile della procedura. Si evidenzia che non possono svolgere il ruolo di attestatore ed estimatore i soggetti previsti alla lettera c) del medesimo articolo ossia coloro che abbiano svolto funzioni di amministrazione, direzione e controllo in società per azioni, dando prova di adeguate capacità imprenditoriali e purché non sia intervenuta nei loro confronti dichiarazione di fallimento. Tale lettera infatti non è richiamata dall'art. 67, c. 3, lett. d), a sua volta richiamato per il concordato fallimentare dall'art. 124, per il concordato preventivo dall'art. 161 e per gli accordi di ristrutturazione dall'art. 182-bis.

l.fall. – fattispecie qui oggetto di approfondimento – la nomina dell'esperto è effettuata dal tribunale su istanza del proponente. Nella prassi quest'ultima è presentata direttamente alla sezione fallimentare non alla volontaria giurisdizione. Curatore ed esperto estimatore sono pertanto, nei fatti, emanazione del medesimo organismo giudicante e perseguono obiettivi giuridicamente allineati. Ciò nonostante – per ragioni di trasparenza – a parere di chi scrive, potrebbero essere considerate necessarie le autorizzazioni formali del giudice delegato per l'accesso ai dati e per ottenere informazioni sulle strategie perseguite dalla procedura.

Per completezza di trattazione sembra rilevante puntualizzare che quello studiato è l'unico caso – tra quelli introdotti dalla riforma – in cui il legislatore riserva alla magistratura l'individuazione del professionista. Nel differente contesto del concordato preventivo, infatti, la nomina dell'esperto estimatore è di parte e non deve essere pertanto inoltrata alcuna richiesta al tribunale. Quest'ultima opzione è stata preferita anche in tutti i casi di nomina di esperto attestatore: anche in questi casi il professionista è individuato dalla società che propone l'operazione e l'indipendenza del giudizio espresso è garantita dalla professionalità del soggetto prescelto. Ciò significa che egli deve avere la capacità personale e professionale per mantenere una posizione di terzietà nei confronti della società che lo ha nominato. È stato evidenziato con giustificata e condivisibile argomentazione da autorevole dottrina<sup>6</sup> che “la scelta è certamente operata sulla base della fiducia personale e professionale tra il debitore e l'esperto, ma che pare evidente che lo stesso deve comunque essere terzo rispetto a colui che redige il piano, che può essere il debitore da solo con il suo *staff* o un *advisor* o una combinazione di questi soggetti”. È appropriato in questo contesto il richiamo alle normative e alle regole di comportamento professionale in tema di indipendenza del revisore incaricato del controllo contabile. Molte indicazioni sono state fornite sul tema dai principi e documenti di riferimento sia nazionali sia internazionali cui in questa sede si rinvia<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> PALUCHOWSKI-PAJARDI, *op. cit.* Milano, 2008, 827.

<sup>7</sup> Per approfondimenti in tema di indipendenza dell'esperto, si rinvia a: RIVA, *L'indipendenza dell'attestatore*, in AA.VV., *L'attestazione dei piani delle aziende in crisi*, Milano, 2009; BERNARDI-DIFINO-MARTINOTTI, *Il controllo di qualità della revisione legale dei conti*, Milano, 2011. Per riferimenti nell'ambito del più ampio contesto internazionale si vedano tra gli altri: QUICK-WARMING-RASMUSSEN, *The Impact of MAS on Perceived Auditor Independence – Some Evidence from Denmark*, in *Accounting Forum* 29, 2005; QUICK, WARMING-RASMUSSEN, *Auditor Independence and the Provision of Non-Audit Services: Perceptions by German Investors*, in *International Journal on Auditing*, 2009.

### 6.3 Oggetto della relazione estimativa

Si è anticipato che lo scopo della relazione di stima di cui all'art. 124 (ma anche all'art. 160) l.fall. è informare i creditori e il tribunale sul valore di mercato, effettivamente ricavabile dai beni e dai diritti del debitore sui quali sussiste una causa di prelazione a favore dei creditori. Sono opportuni molteplici approfondimenti per comprendere quale significato attribuire alla sintetica formulazione della norma. In questo paragrafo si affronta il tema preliminare relativo alla individuazione dell'oggetto della stima nell'ambito della procedura di concordato fallimentare.

#### 6.3.1 "Beni e diritti" a garanzia dei crediti falcidiati

Sono oggetto di valutazione "beni e diritti"<sup>8</sup> sui quali grava la garanzia che assiste il credito oggetto di falcidia in base al piano di concordato<sup>9</sup>. Il documento della Commissione specifica che:

- nel caso di pegno, oggetto della garanzia reale possono essere i beni mobili, le universalità di mobili, i crediti, titoli di credito, le quote di fondi comuni, le azioni, le quote di s.r.l. e gli altri diritti aventi per oggetto i beni mobili (c.d. diritti mobiliari);
- nel caso di ipoteca, oggetto della garanzia reale possono essere i beni immobili e le loro pertinenze, l'usufrutto sugli stessi beni, il diritto di superficie, il diritto dell'enfiteuta e quello del concedente sul fondo enfiteutico, le rendite dello Stato nel modo determinato dalle leggi relative al debito pubblico, le navi, gli aeromobili e gli autoveicoli;
- nel caso di privilegi speciali, oggetto della garanzia può essere sia un

<sup>8</sup> I beni immobili sono elencati positivamente e tassativamente dall'art. 812, co. 1, che indica quelli per natura e per accessione o incorporazione, e dall'art. 812, comma 2, che indica quelli per destinazione in funzione della loro utilizzazione. I beni mobili sono individuati negativamente dall'art. 812, co. 3, come tutti i beni che non sono immobili. I diritti sono distinti in diritti immobiliari e diritti mobiliari in forza dell'art. 813 c. c. I diritti immobiliari sono i diritti reali che hanno per oggetto i beni immobili e le loro azioni. I diritti mobiliari sono tutti gli altri.

<sup>9</sup> Un caso particolare è rappresentato dal fallimento delle società di persone. "Si ha, oltre al fallimento sociale, anche il fallimento dei soci illimitatamente responsabili. I creditori sociali vengono ammessi allo stato passivo della società e a quelli dei soci falliti con l'eventuale medesimo privilegio generale di cui siano titolari. Pertanto, nel caso di falcidia dei creditori con privilegio generale, l'oggetto della stima in esame deve comprendere anche i patrimoni mobiliari dei soci illimitatamente responsabili su cui si soddisfa nel fallimento il credito con privilegio generale. Va da sé che se il credito con privilegio generale è assistito anche dalla collocazione sussidiaria sugli immobili e se nel patrimonio dei soci vi sono degli immobili, la stima in oggetto dovrà comprendere anche tali immobili personali". Così si esprime il documento del CNDCEC *La relazione giurata estimativa*.

bene mobile (c.d. privilegi mobiliari) sia un bene immobile (c.d. privilegi immobiliari).

In alcuni casi la difficoltà di individuazione del valore di realizzo può dipendere dal fatto che la garanzia non insiste sulla totalità del bene o del diritto. Si pensi al caso di un creditore ipotecario di secondo grado. La valutazione richiede in questa fattispecie di individuare eventuali capienze dopo la soddisfazione del creditore ipotecario di grado anteriore e pertanto comporta – oltre alla valutazione del bene – anche quella delle passività a esso correlate. Questo compito potrebbe essere particolarmente arduo se non è stato ancora redatto lo stato passivo, si ricorda infatti che la proposta di concordato può essere presentata anche prima di tale momento a norma del primo comma dell'art. 124 l.fall.

Riflessioni specifiche richiede il caso dei privilegi generali. È stato autorevolmente evidenziato che la formulazione della norma – che letteralmente fa riferimento al bene o diritto posto a garanzia – sembrerebbe impedire la falcidia "a meno che l'insieme dei cespiti fallimentari su cui grava quel privilegio risulti comunque incapiente per una loro totale soddisfazione"<sup>10</sup>. Oggetto della garanzia falcidiata è in questa situazione l'intero patrimonio mobiliare del debitore. In questa specifica fattispecie occorre di conseguenza stimare il valore dell'intera azienda e, quindi, qualora si creda il medesimo realizzabile nella liquidazione fallimentare, anche l'eventuale avviamento<sup>11</sup>. Vale la pena specificare in questa sede che, se il privilegio generale gode anche della collocazione sussidiaria sugli immobili, allora l'oggetto della garanzia si estende anche ai beni immobili compresi nel patrimonio del debitore.

Per la concreta valutazione dei singoli beni per i quali la stima investa anche professionalità tecniche differenti rispetto a quelle del perito estimatore, pare assai logico che quest'ultimo si avvalga, a sua volta, delle prestazioni professionali di ingegneri, architetti, geometri ecc. di volta in volta da individuarsi in relazione alla natura del bene da stimare (terreni edificabili, fabbricati a destinazione speciale, programmi software ecc.), ferma restando, in ogni caso, la responsabilità in capo al professionista stimatore per le valutazioni oggetto di giuramento<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> Così BLATTI-MINUTOLI, *La legge fallimentare*, in *Commentario teorico-pratico*, a cura di Ferro, Padova, 2007, 992.

<sup>11</sup> Il punto propone ad evidenza importanti temi di riflessione quanto ai criteri di valutazione applicabili. Per i quali si rinvia *infra*.

<sup>12</sup> Così si esprime il documento *La relazione giurata estimativa* del CNDCEC. Sul tema la dottrina ha evidenziato che "tale integrazione spesso non è solo un'opzione, ma una precisa esigenza tecnica, così come è opportuno che la designazione degli specialisti, particolarmente

**6.3.2** Confini della valutazione

Pare opportuno evidenziare che al perito estimatore è richiesta l'espressione di valutazioni in termini assoluti e non relativi. In altri termini egli deve limitarsi a identificare, mediante l'utilizzo delle tecniche consolidate nella prassi e nella dottrina economico aziendale, il valore delle attività della procedura su cui insistono le garanzie dei creditori prelatizi falcidiati. Il suo lavoro deve prescindere dalla considerazione della proposta concordataria. La medesima non deve rappresentare a parere di chi scrive il termine con cui confrontarsi, né durante le operazioni peritali, né nell'ambito dell'esposizione dei risultati raggiunti. Il documento del Consiglio Nazionale concorda con questo approccio e prevede esplicitamente che "nella relazione di stima non deve essere contenuto il confronto tra il valore di mercato realizzabile in caso di fallimento e il trattamento riservato ai creditori prelatizi destinati a essere falcidiati nel piano di concordato. Tale confronto, infatti, dovrà essere contenuto nella proposta concordataria e dovrà essere oggetto – nel caso di concordato preventivo – della relazione attestativa del professionista ex art. 161 della legge fall."<sup>13</sup>

**6.4** Fase preliminare di revisione. Specificità di una *due diligence* svolta durante il fallimento

Ci si chiede in questa sede se sia necessario e opportuno per il perito estimatore nominato dal tribunale nell'ambito del concordato fallimentare procedere con la revisione delle eventuali poste attive e passive che concorrono alla definizione dei "beni e diritti" su cui insistono le garanzie falcidiate.

In linea di principio, il perito estimatore non potrebbe esimersi dallo svolgimento di una *due diligence* sui dati da cui muove le proprie valutazioni, costituendo quest'ultima tipologia di analisi in ogni contesto – ordinario o straordinario come appunto quello della crisi e a maggior ragione quello del fallimento – la prima e preliminare fase di approccio ai dati contabili per qualunque soggetto chiamato a effettuare la valutazione di un'intera azienda o anche solo di una posta contabile specifica.

Tuttavia, il contesto di riferimento in cui il professionista è chiamato a muoversi, caratterizzato in primo luogo dalla presenza del curatore fallimentare,

nelle valutazioni formali e ufficiali – quale è quella in esame – provenga autonomamente dall'esperto. Solo nelle valutazioni informali si può ammettere che l'integrazione tecnica sia fornita dagli uffici competenti dell'azienda-target, o da specialisti da questa designati", GUATRI, *La valutazione delle aziende. Teoria dei paesi avanzati a confronto*, Milano, 1990, 100.

<sup>13</sup> Documento *La relazione giurata estimativa* del CNDCEC.

connota la situazione in modo del tutto specifico ponendolo, di regola, nelle condizioni di poter operare secondo modalità quanto meno semplificate. A favore di questo approccio depone il fatto che curatore ed esperto sono nominati dal medesimo tribunale e conseguentemente dovrebbero – almeno in linea di principio – condividere modalità e metodi di lavoro.

Il perito estimatore potrà pertanto chiedere e, fatte salve le eventuali autorizzazioni, dovrebbe ottenere, l'accesso alle analisi svolte dal curatore sulle poste attive e/o passive oggetto della stima. Poiché è compito del curatore effettuare, ai fini dell'efficiente ed efficace conduzione della procedura, una ampia e analitica serie di verifiche, la fase di *due diligence* prodromica alla stima dovrebbe potersi sostanziare in una semplice ricognizione dei risultati già ottenuti dal curatore nell'espletamento delle proprie funzioni.

Non pare infatti né utile né opportuno che, ad esempio, l'esperto ripeta la circolarizzazione dei crediti se la medesima è già stata capillarmente effettuata e se è stata svolta una attenta attività di recupero delle differenti posizioni in modo diretto, delegando società specializzate o attivando procedure di recupero laddove ne sussistano i presupposti. Allo stesso modo non avrebbe senso una verifica diretta della consistenza delle singole passività essendo state le medesime oggetto di ricognizione in contraddittorio con gli organi fallimentari – curatore e giudice-delegato – ai fini della composizione dello stato passivo. Né avrebbe senso svolgere nuovamente le operazioni di inventario sia con riferimento al magazzino sia con riferimento ai cespiti aziendali, essendo state le medesime operazioni obbligatoriamente già poste in essere da altro Pubblico Ufficiale in contraddittorio con i rappresentanti aziendali.

Vale la pena di aggiungere che la rendicontazione obbligatoria prevista dall'art. 33, comma 5, sullo stato di avanzamento della procedura tramite la produzione e la messa a disposizione di rapporti riepilogativi semestrali fornisce, o quantomeno dovrebbe fornire, una rappresentazione fedele e relativamente aggiornata dei risultati raggiunti dalla procedura. Si tratta, infatti, di un importante documento rivolto, non solo al giudice delegato e al comitato dei creditori (che possono formulare anche singolarmente osservazioni scritte), ma anche soggetto a pubblicità in quanto ne è prevista la trasmissione telematica al Registro delle Imprese<sup>14</sup>. Potrebbero rendersi

<sup>14</sup> Recita l'art. 33, comma 5, l. fall.: "Il curatore, ogni sei mesi successivi alla presentazione della relazione di cui al primo comma, redige altresì un rapporto riepilogativo delle attività svolte, con indicazione di tutte le informazioni raccolte dopo la prima relazione, accompagnato dal conto della sua gestione. Copia del rapporto è trasmessa al comitato dei creditori, unitamente agli estratti conto dei depositi postali o bancari relativi al periodo. Il comitato dei creditori o ciascuno dei suoi componenti possono formulare osservazioni scritte. Altra copia

necessari interventi *de residuo* – con ogni probabilità marginali – per tenere conto di ulteriori accadimenti intercorsi dopo la data di redazione dei prospetti e per tenere conto, qualora non fossero già inclusi nei prospetti del curatore – della maturazione, per il solo scorrere del tempo, di interessi attivi e/o passivi.

### 6.5 Fase di valutazione. Criticità

L'art. 124 l.fall. propone quale criterio generale di valutazione il “valore di mercato”. La norma non fornisce ulteriori indicazioni. Ciò è stato interpretato dal documento del CNDCEC quale rinvio alla “discrezionalità”, ma forse più corretto sarebbe dire “professionalità” dell'esperto. La libertà – in linea di principio – non sussisterebbe solamente con riferimento alla individuazione del o dei criteri di valutazione, ma anche con riferimento alla necessità di indicare nella relazione i criteri prescelti. Una tale interpretazione pare però non condivisibile in quanto non coerente con la funzione di garanzia a salvaguardia dei diritti di una specifica classe di creditori privilegiati, ma declassati. Questi ultimi devono trovare nella relazione argomentazioni convincenti in base ai quali valutare la proposta di composizione dell'insolvenza prevista nel proponendo piano di concordato fallimentare, che comporta una riduzione dei pagamenti a loro sfavore. La relazione nei fatti giustifica tale defalcazione legittimandola. Essa, pertanto, non solo dovrà evidenziare i criteri utilizzati, ma dovrà anche essere il più possibile dettagliata, circostanziata, sostenuta da documenti interni alla procedura nonché, se necessario, anche da documenti di terzi a quest'ultima esterni – ad esempio listini o documentazioni relative a scambi di beni comparabili – e dovrà basarsi su carte di lavoro utili per dimostrare la razionalità<sup>15</sup> e per quanto possibile la dimostrabilità<sup>16</sup> del percorso logico seguito nell'effettuazione della stima. Il documento della Commissione studi del Consiglio Nazionale si pronuncia in merito in modo condivisibile evidenziando che “il silenzio del legislatore sul punto può essere dato dal fatto che non è pos-

del rapporto è trasmessa, assieme alle eventuali osservazioni, per via telematica all'ufficio del registro delle imprese, nei quindici giorni successivi alla scadenza del termine per il deposito delle osservazioni nella cancelleria del Tribunale”.

<sup>15</sup> “Valutazione razionale significa che il valore deve essere costruito mediante uno schema logico, chiaro e condivisibile”, GUATRI, *op. cit.*, 16.

<sup>16</sup> “Valutazione dimostrabile significa che le quantità utilizzate nella formula prescelta devono avere un accettabile grado di credibilità (e quindi di obiettività). (...) In generale, la dimostrabilità appare spesso associata alla natura obiettiva, anziché stimata o presunta, delle quantità accolte nelle formule valutative. La dimostrabilità è minima in presenza di dati previsionali che sono il puro frutto di ipotesi, la cui probabilità non è di fatto misurabile”, GUATRI, *op. cit.*, 16.

sibile stabilire quali siano i criteri di valutazione da adottare caso per caso. In questa prospettiva, allora, occorre che il professionista nella relazione indichi non solo i criteri adottati, ma anche le ragioni che hanno condotto alla scelta effettuata, tenendo conto, altresì, delle alternative che potevano essere in astratto utilizzate”.

Con specifico riferimento ai criteri, il medesimo documento sottolinea altresì che “è necessario che la stima sia imparziale, per cui non vanno adottati criteri soggettivi, ma oggettivi”. A parere di chi scrive l'indicazione del CNDCEC deve essere interpretata con attenzione per evitare pericolosi fraintendimenti. Si rileva che l'applicazione del concetto di oggettività nelle valutazioni è da considerarsi quantomeno problematico. Vale la pena di ricordare infatti che, come noto, vi è sempre e per definizione un margine di soggettività nelle perizie di stima, siano esse riferite a singoli beni e diritti, siano esse a maggior ragione sinteticamente riferite a una azienda, se non altro quanto alla scelta dei parametri utilizzati e dei *comparables*. L'interpretazione sistemica del testo della Commissione nazionale porta a connotare diversamente l'indicazione enfatizzando:

- in primo luogo, la necessità di riduzione della soggettività;
- in secondo luogo, non l'impossibile pretesa di “oggettività delle stime”, quanto piuttosto il doveroso e condivisibile richiamo al rigore della tecnica e alla logica delle conclusioni.

Pertanto quand'anche, come frequentemente e – si ripete – inevitabilmente accade, l'esperto si trovasse a dover scegliere soggettivamente tra differenti riferimenti o parametri e di conseguenza tra differenti possibili valutazioni, egli dovrà effettuare la propria scelta in modo indipendente e razionale. Ciò implica tra l'altro che il professionista incaricato non potrà essere chiamato *ex post* a rispondere per avere compiuto scelte tra soluzioni alternative esprimendo il proprio giudizio professionale, in quanto a parere di chi scrive è proprio questo il suo compito. Il professionista dovrà però essere in grado di giustificare e sostenere le scelte effettuate dimostrandone la razionalità e la non arbitrarietà.

#### 6.5.1 “Valore di mercato” in caso di liquidazione

Si pone in primo luogo un problema di interpretazione del testo di legge. Il comma 3 dell'art. 124 l.fall. recita: “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 (...). Come ben evidenziato nel documento di riferimento del CNDCEC *La relazione giurata estimativa*, già richiamato, sotto il profilo letterale si rileva che l'aggettivo "indicato" si riferisce non al sostantivo "ricavato", bensì al "valore di mercato". Nel testo dell'art. 124 l.fall. – ma anche dello speculare art. 160 l.fall. – non vi è, infatti, la virgola dopo le parole "causa di prelazione". Qualora tale virgola vi fosse stata, l'aggettivo "indicato" sarebbe stato riferibile al "ricavato" e non al "valore di mercato". L'oggetto della relazione in esame si sostanzia nel "valore di mercato" dei beni e dei diritti sui quali sussiste la causa di prelazione, pegno, ipoteca o privilegio, generale o speciale.

Sono però necessarie alcune riflessioni per meglio comprendere di quale "valore di mercato" trattasi. Ci si chiede in particolare se debba essere fatto riferimento al "valore di mercato" *tout court* dei beni e diritti senza tenere conto del contesto in cui è richiesta la stima e degli obiettivi che devono essere raggiunti mediante la stesura della relazione. In altri termini è rilevante comprendere se l'esperto debba:

- dare rilevanza alla situazione soggettiva dell'impresa; ovvero
- prescindere dalla situazione soggettiva dell'impresa.

Nel primo caso il professionista dovrebbe considerare il fatto che i beni e i diritti sono detenuti da un soggetto decotto e assoggettato a procedura concorsuale e conseguentemente dovrebbe individuare un valore di mercato che sconta l'ottica liquidatoria in cui opera il soggetto cedente. Nel secondo caso il professionista dovrebbe ignorare il contesto liquidatorio operando una ipotesi-finzione che giudichi il bene e il diritto come se non si trovasse a mani del curatore, ma fosse oggetto di una ordinaria compravendita tra soggetti che operano in condizioni di *going concern* ossia in condizioni di funzionamento. La scelta tra la prima e la seconda strada non è priva di conseguenze in quanto pur in presenza in entrambi i casi di "valori di mercato" il riferimento a *benchmark* diversi porta alla individuazione di stime non coincidenti.

Per comprendere quale sia l'opzione corretta si deve necessariamente confrontare la coerenza del risultato cui si perverrebbe nei due casi con lo scopo della norma. Il legislatore ha voluto che il creditore privilegiato fosse trattato nel concordato né meglio né peggio di come sarebbe stato trattato in caso di liquidazione e in particolare per il concordato fallimentare di liquidazione fallimentare. Ne segue che pare più ragionevole il ricorso alla prima delle possibilità considerate che tiene in debita considerazione la situazione soggettiva del cedente. Si pronuncia in tale senso anche il documento *La relazione giurata estimativa* del CNDCEC che risolve i dubbi posti dall'interpretazione letterale del testo normativo in modo inequivocabile ossia affermando che "sarebbe stato più aderente alla realtà

parlare di valore di liquidazione" e ancora che "l'oggetto della relazione è da ritenere che sia il valore di mercato effettivamente realizzabile con la liquidazione fallimentare".

Il medesimo documento enfatizza l'inappropriatezza del riferimento al "mercato" nel contesto delle procedure concorsuali, in quanto non esiste un vero e proprio "mercato dei beni fallimentari (nel senso tecnico della parola)", intendendo quest'ultimo come il luogo dove abitualmente si scambiano le contrattazioni tra operatori.

L'esperto estimatore dovrà nei fatti riferirsi a un concetto più realistico, ma fonte di maggiori complessità quando l'obiettivo da raggiungere è la formulazione di conclusioni sintetiche: dovrà infatti considerare "la pluralità di possibili compratori che possono rilevare beni dalle procedure fallimentari" e conseguentemente dovrà basare le sue riflessioni su di un insieme di informazioni scarse e con ogni probabilità frammentarie. A parere di chi scrive non potrà inoltre prescindere dalla considerazione dell'obbligo per il curatore – salvo specifiche eccezioni motivate – di ricorrere al meccanismo tipico delle procedure concorsuali ossia all'asta competitiva. L'esperto dovrà di conseguenza tenere conto anche dei tempi medi di realizzo storicamente rilevabili nella circoscrizione di riferimento in procedure competitive aventi a oggetto beni e diritti comparabili.

Vale infine la pena di evidenziare, con il CNDCEC, che la complessità del contesto si riflette anche sulla natura stessa di alcune delle attività della procedura potenzialmente oggetto di valutazione – si pensi ai crediti per azioni di risarcimento danni o revocatorie in corso o attivabili<sup>17</sup> – le cui caratteristiche specifiche sono di per sé sufficienti a far concludere per la completa inesistenza di un mercato. In questi casi la prospettiva del realizzo dell'attivo mediante cessione a terzi, nel rispetto del tenore letterale della norma, porterebbe alla determinazione di valori caratterizzati da elevata soggettività e al rischio di sotto/sovra valutazioni. Pare ciò nonostante condivisibile la tesi sostenuta dal Documento CNDCEC circa la necessità di includere le stesse nel perimetro valutativo.

In conclusione il riferimento del legislatore al valore di mercato «non vuole e non può riferirsi a una valorizzazione che tenga conto del prezzo comunemente individuato da un indeterminato numero di liberi acquirenti e venditori quanto, piuttosto, semplicemente e coerentemente con la disciplina concorsuale, al valore di realizzo dei beni e dei diritti oggetto

<sup>17</sup> Si ricorda che l'art. 124, comma 4, prevede che "La proposta presentata da uno o più creditori o da un terzo può prevedere, oltre che dei beni compresi nell'attivo fallimentare, anche delle azioni di pertinenza della massa, purché autorizzate dal giudice delegato, con specifica indicazione dell'oggetto e del fondamento della pretesa".

di prelazione. In sintesi, la valutazione estimativa dei beni e dei diritti sui quali insiste la causa di prelazione va operata a *valori di mercato in caso di liquidazione*. Dunque, non secondo criteri di funzionamento, ma secondo criteri di realizzo»<sup>18</sup>.

Particolari riflessioni sono necessarie con riferimento al caso in cui – in presenza di privilegi generali – il concetto debba essere applicato all'intera azienda. In linea di principio parrebbe in questi casi necessario esprimere una valutazione sintetica avente a oggetto il valore di cessione dell'azienda, che però per definizione essendo fallita, non ha – se globalmente considerata – prospettive future. L'applicazione di un metodo finanziario, o reddituale *tout court* o di un metodo misto reddituale e patrimoniale sarebbe errato, ma quand'anche applicato sarebbe penalizzante e fuorviante. Infatti da un lato in presenza di perdite importanti che si protraggono nel tempo la misura del *badwill* sarebbe tale da incidere pesantemente sul capitale economico fino al punto di determinare una dote<sup>19</sup>, dall'altro non si terrebbe conto dello scopo della liquidazione fallimentare che è bloccare l'attività come sino a quel momento impostata e gestita. Vale solo la pena di ricordare che è proprio la dottrina economico-aziendale a negare la possibilità di una valutazione sintetica suggerendo la considerazione del valore di liquidazione, che è concettualmente considerato "la valutazione limite dell'azienda sotto la quale non si può andare", ottenuto assumendo che "l'azienda cessi subito la propria attività e proceda alla vendita al meglio dei propri beni, al realizzo dei crediti e al soddisfacimento delle attività"<sup>20</sup>. Diverso è il caso in cui l'azienda sia funzionante, nonostante il fallimento, grazie alla prosecuzione dell'attività imprenditoriale da parte del curatore, ai sensi dell'art. 104 l.fall. con l'esercizio provvisorio, o dall'affittuario, *ex art.* 104-bis l.fall. con l'affitto dell'azienda o di rami dell'azienda. In questi casi soggetti terzi rispetto all'imprenditore redigono e perseguono un piano non liquidatorio ed è pertanto possibile, sia per la provenienza dei dati, sia per le finalità perseguite, procedere con una valutazione dei potenziali flussi. Infine, anche al di fuori di queste ipotesi, potrebbe sussistere la possibilità di individuare non tanto una unica azienda,

<sup>18</sup> Così si esprime letteralmente il documento *La relazione giurata estimativa* del CNDCEC.

<sup>19</sup> Il Documento del CNDCEC *La relazione estimativa del professionista* evidenzia a ragione l'ulteriore circostanza che i citati metodi si basano su «flussi reddituali e finanziari futuri, ricavabili da piani industriali predisposti dall'organo di governo dell'impresa che quasi mai, nel caso di aziende appartenenti ad un imprenditore fallito, potranno essere reperiti ovvero essere dotati di una qualche attendibilità».

<sup>20</sup> È evidente che una società non può continuare a perdere per un numero infinito di esercizi (ipotesi sottesa alla applicazione del metodo della rendita perpetua), ma nemmeno per un numero finito e consistente di esercizi (ipotesi sottesa alla applicazione degli altri metodi reddituali).

bensì rami di azienda che, previa ristrutturazione dal lato finanziario, potrebbero essere in grado di produrre dei flussi di reddito e finanziari positivi. In questi casi la valutazione dovrà essere fatta ricorrendo ai criteri valutativi comunemente accettati dalla dottrina aziendale, utilizzando quello tra loro che maggiormente si adatta alle peculiari caratteristiche dell'oggetto di stima, ma sempre tenendo presente il deprezzamento conseguente la natura fallimentare della vendita<sup>21</sup>.

#### 6.5.2 "Valore di mercato" netto

La Commissione di studio del Consiglio Nazionale ha affrontato anche il differente aspetto delle spese inerenti il realizzo del bene o del diritto oggetto di stima "per stabilire se il valore di mercato effettivamente realizzabile sia da considerare nella relazione di stima al lordo o al netto delle spese". La tesi condivisa prevede che il professionista individui da un lato il valore di mercato lordo che potrà essere ragionevolmente realizzato nell'ambito del fallimento e dall'altro le spese che comunque verranno sostenute e necessariamente dovranno essere detratte dal ricavato lordo<sup>22</sup>. Nel caso di stima avente a oggetto un immobile, ad esempio, il valore di liquidazione fallimentare dovrà essere decurtato della stima relativa alle spese della vendita che sono a carico del venditore, al costo di perizia, alle spese per la cancellazione delle iscrizioni e delle trascrizioni pregiudizievoli ecc. Ancora, nel caso di realizzo di crediti, oltre alla somma che si ritiene realizzabile avuto riguardo alla solvibilità del debitore e all'esistenza di contestazioni, non potrà essere omessa la deduzione delle spese relative al recupero del credito.

<sup>21</sup> Il documento del CNDCEC si esprime in merito alle fattispecie commentate evidenziando la necessità di fare riferimento alle metodologie economico aziendali e affermando che: "In questi casi il criterio del valore di mercato proposto dall'art. 124 appare certamente improprio".

<sup>22</sup> Specifica ancora il documento CNDCEC che: "tale interpretazione estensiva del concetto di valore ricavabile dalla liquidazione fallimentare, comprendente anche la valutazione delle spese specifiche imputabili al realizzo dei beni e dei diritti in parola, trova fondamento anche nella scelta che il legislatore ha fatto in ordine alle qualifiche professionali che devono possedere i soggetti che effettuano la stima in esame. Infatti, se il valore che doveva essere indicato nella relazione, fosse stato soltanto quello lordo, allora tra i professionisti in parola avrebbero potuto essere ricompresi anche quelli delle materie tecniche, ma essendo richiesta dal legislatore una professionalità diversa è logico che la relazione estimativa debba spingersi fino alla indicazione del ricavato al netto delle spese, quantomeno specifiche. Il tutto al fine di facilitare il compito del Tribunale e dei creditori prelati nella valutazione della proposta concordataria in confronto con la liquidazione fallimentare". A parere di chi scrive la presenza di un professionista con specifiche qualifiche quale quello identificato dalla normativa pare essere oltremodo necessaria senz'altro per la valutazione delle spese, ma soprattutto per le complessità che devono essere affrontate dal perito estimatore in presenza di privilegi generali. Si rinvia ai paragrafi successivi per i necessari approfondimenti sul tema.

Vale la pena di evidenziare che il citato documento si spinge oltre chiedendosi se debbano o meno essere decurtate solo le spese specificamente imputabili al realizzo del singolo bene o diritto oppure anche “la quota parte di spese generali o comuni alle varie masse, imputabile al realizzo del bene o del diritto oggetto della garanzia prelatizia”. Il problema è risolto negativamente non in quanto la stima non sia logicamente necessaria, ma sulla base di considerazioni di carattere sistemico. Si sottolinea infatti che la stima delle spese generali “presuppone la conoscenza di tutta la procedura fallimentare, il che pare eccessivo per chi – come il professionista estimatore – può, nel più frequente dei casi (pegno, ipoteca e privilegio speciale), essere chiamato a stimare il presumibile realizzo di singoli beni o diritti”.

#### 6.5.3 Data di riferimento e data di chiusura delle operazioni

Come in tutte le relazioni che hanno a oggetto l'espressione di valutazioni, anche in questo caso è importante che sia esplicitata la data presa a riferimento dal perito. Si pongono nel caso in esame però alcune criticità specifiche. A parere di chi scrive è opportuno indicare in primo luogo la data di chiusura delle operazioni peritali e di redazione della relazione in quanto utile riferimento – anche in sede di eventuali successivi contenziosi – per comprendere quali informazioni fossero a disposizione dell'esperto. Tale data però non rappresenta il riferimento temporale delle valutazioni, né le medesime possono essere state espresse, come al contrario solitamente accade, con riferimento a una data precedente. Nel caso in esame la stima infatti non può essere effettuata al momento attuale, ma deve riferirsi a quello presumibile e futuro in cui i beni e i diritti verranno realizzati<sup>23</sup>.

Ne segue la necessità per il perito estimatore di comprendere le strategie perseguite dalla curatela. Se il curatore ha già depositato il programma di liquidazione, il periodo di presunto realizzo potrà essere assunto dallo stimatore, facendo riferimento ai termini di liquidazione ivi indicati. Se il curatore non ha ancora provveduto al deposito il perito estimatore dovrà formulare delle ipotesi.

<sup>23</sup> Il documento del CNDCEC si sofferma ad analizzare la rilevanza della data di riferimento per la definizione delle valutazioni relative a rapporti finanziari complessi, quali *futures* o derivati. Vi è “la necessità di operare una stima – tutt'altro che agevole – sulla base di simulazioni contrattuali (*mark to market*) o di modelli matematici (*mark to model*). Con riguardo a questa categoria di rapporti di natura contrattuale è importante segnalare l'estrema rilevanza della data di riferimento della stima: mentre per la massima parte dei beni uno scostamento temporale di alcune settimane non incide in maniera significativa sul loro valore, nel caso dei derivati il loro valore può variare in misura assai sensibile al variare dei tassi di cambio o dei tassi di interesse di riferimento, investendo così di un'inusitata alea la valutazione dell'esperto”.

In entrambi i casi, anche se nel secondo diviene indispensabile, come si è per altro già evidenziato con riferimento alla fase di revisione, l'esperto estimatore deve interagire con il curatore chiedendo al medesimo le informazioni necessarie per poter essere messo nelle condizioni di adempiere al proprio compito<sup>24</sup>. L'accesso ai dati non dovrebbe essere negato, al di là di qualsiasi richiamo alla deontologia e alla collaborazione tra professionisti, in considerazione della già richiamata comunanza sia della provenienza della nomina sia delle finalità delle azioni che per entrambi i soggetti sono volte alla tutela dei terzi creditori.

#### 6.5.4 Analisi per scenari e conseguente individuazione di più stime

Il valore di liquidazione potrebbe non essere sempre individuabile in modo diretto e a prescindere da una analisi degli scenari possibili. Infatti, la liquidazione fallimentare impone al curatore un percorso ben preciso e finalizzato alla massimizzazione del ricavato. In particolare, come evidenzia la Commissione di studio del Consiglio Nazionale, in presenza di un compendio aziendale, è richiesto al curatore di esperire prima dei tentativi di vendita dell'azienda nel suo complesso, poi di tentare il realizzo di beni e rapporti giuridici individuabili in blocco e, solo successivamente, in caso di infruttuoso esperimento anche dei suddetti tentativi di vendita, alla cessione atomistica del beni. Si dovranno inevitabilmente effettuare in questo caso – quale conseguenza dello stesso dettato normativo – più stime del realizzo prevedibile in caso di continuazione della procedura fallimentare: una per ciascuno degli scenari possibili. Conviene evidenziare però che il documento del CNDCEC precisa che anche in questo caso “tuttavia, lo stimatore debba esprimere una sola valutazione, valutando anche in termini probabilistici l'ipotesi che ragionevolmente risulta realizzabile in concreto”, infatti, “è senz'altro auspicabile che il professionista effettui una sola stima e non offra ai creditori e al Tribunale un ventaglio di valori, in quanto lo scopo della relazione si realizza se la stima è certa e univoca”<sup>25</sup>.

#### 6.6 Disclosure sulle aree di rischio della stima

Le considerazioni sino a ora svolte inducono a concludere che il contesto nell'ambito del quale è effettuato il lavoro di stima – la liquidazione fallimen-

<sup>24</sup> Nel caso del concordato preventivo, occorre prevedere i tempi che presumibilmente saranno necessari per eseguire la liquidazione dell'attivo fallimentare. L'interazione in questo caso dovrà essere con gli amministratori dell'azienda in crisi in quanto possono permettere l'accesso fisico alle attività e ai documenti, anche i medesimi non potranno essere di grande ausilio nella determinazione dei tempi necessari per la liquidazione concorsuale.

<sup>25</sup> Documento *La relazione giurata estimativa* del CNDCEC.

tare – implica l'esistenza di un rischio strutturale. Si può pertanto giungere a valutazioni "ragionevoli", ma non a valutazioni oggettive "assolutamente corrette". Molti infatti sono i fattori che possono giocare *ex post* – a seconda dei casi – a favore o a sfavore della procedura e che possono essere considerati variabili indipendenti rispetto sia all'operato del curatore, sia alla realtà dell'azienda insolvente. Il "mercato" di riferimento è infatti caratterizzato, come si è già avuto modo di sottolineare, da piccolissimi numeri e, potenzialmente, da una fortissima situazione di asimmetria informativa tra il curatore da un lato e i terzi potenziali acquirenti di parte o di tutte le attività aziendali. Ne segue che, per definizione, esso non è efficiente, e i prezzi in esso determinati dipendono fortemente dalle caratteristiche dei singoli operatori che di volta in volta vi si affacciano. Il meccanismo dell'asta competitiva cerca di assorbire e risolvere questa criticità mediante il meccanismo del banditore e, soprattutto, mediante il recente ricorso a più efficienti mezzi informatizzati per pubblicizzare oggetto, luogo e modalità delle vendite, utili per ampliare la platea dei potenziali partecipanti. Le difficoltà – anche psicologiche – dell'adesione al meccanismo da parte degli operatori non usi a un rapporto quotidiano con il tribunale, ne riducono però potenzialmente l'efficacia. Il perito potrà quindi ponderare questi fattori nella scelta e applicazione dei criteri e nella determinazione delle stime, ma per definizione le sue conclusioni soffriranno di questa caratteristica di contesto<sup>26</sup>.

Sembra pertanto opportuno dedicare particolare attenzione, nell'ambito della relazione estimativa, alla *disclosure* sulle aree di rischio. Ciò non comporta l'espressione di una valutazione condizionata, ma più semplicemente l'esplicitazione attenta delle ipotesi e delle informazioni alla base delle considerazioni svolte. Si è visto nel paragrafo che precede che la Commissione nazionale del CNDCEC invita alla trasparenza, ma anche che richiede, in presenza di alternativi scenari di trarre delle conclusioni in termini probabilistici scegliendo una opzione tra le possibili. Il tema è particolarmente delicato, soprattutto se lo si correla alla descrizione rinvenibile nel medesimo Documento circa i "rischi di sottovalutazione e sopravvalutazione" cui vengono affiancati dapprima il concetto di "danno ai creditori falcidiati" e quindi quello di "responsabilità professionale" dell'esperto.

Più in particolare vi si legge che "in caso di sottovalutazione, la stima dei beni e dei diritti oggetto di garanzia viene effettuata a un valore massimo inferiore a quello realizzabile nel fallimento. Ciò significa che la percentuale offerta con il concordato potrebbe essere formalmente superiore a quella

<sup>26</sup> Il tentativo di rilettura fa riferimento al modello di: WILLIAMSON, *Transaction Cost Economics and Organizational Theory*, in *Journal of Industrial and Corporate Change*, Vol. 2, 1993, 107-156.

ricavabile con il fallimento ma sostanzialmente inferiore. In tal caso, i creditori che fossero indotti dalla relazione giurata ad approvare il concordato proposto subirebbero un danno, in quanto con il concordato ricaverebbero meno rispetto al fallimento. La sottovalutazione, quindi, espone il professionista al rischio di dover risarcire l'eventuale danno che la sua relazione potrebbe arrecare alle ragioni dei creditori prelatizi falcidiati. La sopravvalutazione, invece, risolvendosi nella stima di un valore massimo superiore a quello effettivamente realizzabile nel fallimento, potrebbe da un lato rendere più difficile la proposta per il proponente, oltretutto indurre i creditori a respingere la proposta di concordato, basandosi sulla percentuale che risulta realizzabile nel fallimento. Allorché poi con la definitiva liquidazione fallimentare si dovesse accertare che con il fallimento la percentuale che si ricava è inferiore a quella che si sarebbe ricavata con il concordato, il rischio che corre il professionista è quello di aver causato un danno ai creditori prelatizi falcidiati pari alla differenza di percentuali di soddisfazione<sup>27</sup>.

La prospettazione si presenta convincente sul piano logico quanto alle premesse, ma sembrano necessarie alcune precisazioni quanto alle conclusioni sulla responsabilità del perito.

In primo luogo pare a chi scrive sussistere un problema di coerenza logica. Si è visto che il perito non è nominato per svolgere una valutazione comparativa tra ipotesi alternative, ma per esprimersi sulla sola situazione di liquidazione fallimentare. Non pare pertanto corretto considerare plausibile uno stravolgimento *ex post* della prospettiva di indagine che avalli la possibilità di giudicare la bontà del lavoro svolto in funzione di parametri di misurazione *ex ante* semplicemente non considerati in quanto esplicitamente esclusi dall'incarico<sup>28</sup>. Quand'anche si sorvolasse sul rilevante aspetto generale delineato, pare problematica una azione di danni contro il perito che abbia prudentemente valutato i beni con ciò favorendo la soluzione concordataria. La "sottovalutazione" richiamata dalla Commissione sarebbe infatti del tutto

<sup>27</sup> Recita letteralmente il Documento CNDCEC.

<sup>28</sup> Se oggetto della relazione fosse un giudizio comparativo tra l'ipotesi di liquidazione fallimentare e il concordato fallimentare, sarebbero necessari infatti ulteriori valutazioni da parte del perito estimatore ed in primo luogo gli sarebbe indispensabile la conoscenza, lo studio e la valutazione della proposta concordataria. Il confronto tra le alternative non sarebbe immediato. Questa affermazione trova conforto in autorevole dottrina quando, anche se nel differente contesto del giudizio di omologazione e con riferimento al tribunale, afferma che il confronto tra la soluzione concordataria e altra procedura "non è così semplice da delineare nella concretezza operativa. (...) il concordato potrebbe non pagare in termini economici i creditori, ma assegnare loro titoli rappresentativi di varie realtà (obbligazioni, azioni altri titoli di soggetti terzi, cosicché la valutazione in ordine alla maggiore o minore convenienza, anche se in sede di prognosi, è difficile pronunciarsi". PALUCHOWSKI-PAJARDI, *op. cit.*, 706.

teorica, così come potenziale sarebbe il danno che ne deriverebbe. Entrambi i valori infatti scaturirebbero da congetture formulate dalla parte attrice non verificabili in quanto legate a una fattispecie – la conclusione ordinaria della liquidazione fallimentare – non verificatasi nella realtà.

Più complesso è senz'altro il tema delle possibili sopravvalutazioni. In questo caso effettivamente la valutazione proposta dal perito estimatore sembrerebbe non avere retto la prova dei fatti. I creditori in questo caso avrebbero scelto la strada della liquidazione fallimentare e, pertanto, l'eventuale minore effettivo realizzo permetterebbe di evidenziare in via diretta lo scostamento negativo rispetto ai valori indicati in perizia. Anche in questa fattispecie però sembra a chi scrive che il perito non possa essere chiamato in causa *sic et simpliciter* se nella sua relazione egli ha dato visibilità alle proprie scelte esplicitandole e motivandole compiutamente e se ha altresì richiamato le possibili aree di rischio. La situazione dovrebbe essere per altro valutata avendo presente solo ed esclusivamente le informazioni disponibili *ex ante* sul bene e sul mercato alla data di redazione della relazione. Vero è infatti che la data di riferimento della stima si è detto dover essere futura rispetto al momento della espressione della stima, ma assume rilevanza anche la data di chiusura dei lavori in quanto non è possibile pensare che il perito possa rispondere per fatti manifestatisi in un momento successivo.

#### 6.7 Struttura della relazione estimativa

Il Documento CNDCEC, pur evidenziando che “per la redazione della relazione estimativa non vi è uno schema o un modello fissato dalla legge, per cui la forma è libera, potendo ogni professionista a ciò incaricato procedere secondo la propria esperienza e competenza tecnica”, suggerisce una struttura base di riferimento. In particolare l'esperto estimatore dovrebbe esporre per sezioni o parti autonome almeno ciascuno dei seguenti argomenti:

- la descrizione dell'incarico ricevuto, con l'indicazione dei beni e dei diritti da stimare;
- la descrizione dei beni e dei diritti stimati;
- la indicazione dei criteri di valutazione adottati in relazione alle categorie di beni e diritti oggetto di stima;
- la descrizione delle modalità seguite per la stima dei beni e dei diritti;
- la data di riferimento della stima;
- l'attestazione del valore di mercato realizzabile nella liquidazione fallimentare, indicando il valore massimo, presumibile, vale a dire che il valore realizzabile non è superiore a un determinato importo; valore da intendersi come comprensivo delle eventuali detrazioni per oneri specifici;
- il giuramento della stima.

Lo schema proposto è certamente un utile riferimento. Le riflessioni che precedono portano a enfatizzare la necessità di una articolazione della relazione il più possibile analitica che, a favore di una espressione informata del voto da parte dei creditori, pur fornendo come richiesto un dato puntuale, dia anche visibilità alle possibili aree di rischio della stima. Nell'ambito e in alcuni casi a integrazione della struttura identificata potranno pertanto essere messi in maggiore evidenza ulteriori elementi tra i quali: il contesto della liquidazione fallimentare, le ipotesi formulate, le informazioni messe a disposizione e utilizzate, la revisione delle medesime e quindi la ricognizione sulle verifiche svolte dal curatore, le considerazioni logiche elaborate per la valutazione degli scenari possibili e per l'identificazione dei parametri.