

**LA SODDISFAZIONE DEI CREDITORI PRIVILEGIATI NEL
CONCORDATO PREVENTIVO, ANCHE ALLA LUCE
DEL D.L. 24 AGOSTO 2021, N. 118***

MARCO ARATO

SOMMARIO: 1. Il recente intervento legislativo: linee generali. - 2. Il recente intervento legislativo: il prolungamento della moratoria per il pagamento dei creditori privilegiati. - 3. Dilazione temporale e soddisfazione dei creditori privilegiati: una possibile interpretazione del “nuovo” art. 186-bis l. fall. - 4. Un’ulteriore questione: modalità di adempimento e soddisfazione dei crediti privilegiati. - 5. Conclusioni.

1. Il recente intervento legislativo: linee generali

Il D.L. 24 agosto 2021, n. 118 ha fornito nuovi spunti in relazione alla soddisfazione dei creditori privilegiati nel concordato preventivo.

Il testo legislativo adottato di recente, oltre ad aver introdotto la nuova procedura della composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa e del concordato semplificato (cui è dedicata buona parte del testo legislativo), ha infatti nuovamente differito l’entra in vigore del Codice della Crisi – ad oggi, fissata per il 16 maggio 2022 – e del sistema delle misure d’allerta – prevista invece per il lontano 31 dicembre 2023 (art. 1).

Allo stesso tempo, però, nonostante il generale rinvio di cui all’art. 1, il legislatore ha ritenuto opportuno apportare immediatamente alcune modifiche (definite “urgenti”; cfr. art. 20) alla legge fallimentare attualmente in vigore, a detta dei primi commentatori al fine di anticipare (e, conseguentemente, in parte svuotare) il contenuto di alcune disposizioni previste dal Codice della Crisi ¹.

Le modifiche apportate interessano in buona sostanza (i) l’omologazione del concordato preventivo, (ii) le previsioni di cui all’art.

* Il presente contributo è destinato anche alla Rivista *Diritto fallimentare* e a un volume collettaneo sulla “miniriforma” del 2021.

¹ Così, LAMANNA, *Nuove misure sulla crisi d’impresa del D.L. 118/2021: Penelope disfa il Codice della crisi recitando il “de profundis” per il sistema dell’allerta*, in *IFallimentarista*, 25 agosto 2021; si veda pure, GALLETTI, *Breve storia di una (contro)riforma “annunciata”*, in *IFallimentarista*, 1° settembre 2021, secondo il quale l’attuale differimento preluderebbe a un più generale accantonamento del Codice della Crisi.

182-*quinquies* l. fall., (iii) la convenzione di moratoria e, per l'appunto, (iv) il pagamento ultrannuale dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca².

2. Il recente intervento legislativo: il prolungamento della moratoria per il pagamento dei creditori privilegiati

Con riferimento a quest'ultimo argomento, l'art. 20, comma 1, lett. g), in modo abbastanza scarno, si limita ad intervenire sul testo dell'art. 186-*bis*, comma 2, lett. c), l. fall., portando, in caso di concordato con continuità aziendale, il termine massimo previsto per la moratoria del pagamento dei creditori privilegiati da un anno a due anni. Il comma 3 dello stesso articolo, poi, aggiunge che la modifica in discorso è applicabile ai piani presentati successivamente alla data di entrata in vigore dello stesso D.L. 118/2021 (dunque, al 25 agosto 2021).

Con l'intervento in commento, pertanto, il legislatore ha parificato il termine previsto dalla disposizione attualmente in vigore a quello previsto dalla norma analoga prevista nel Codice della Crisi, l'art. 86³.

Il richiamo al futuro testo legislativo, però, non si spinge oltre.

Nella nuova formulazione dell'art. 186-*bis* l. fall., infatti, non vi è alcun cenno al perentorio limite temporale imposto in relazione alla moratoria ammessa per il pagamento dei creditori privilegiati (fissato in un massimo «*non superiore a due anni dall'omologazione*», senza alcuna apertura a possibili dilazioni di maggiore durata). Allo stesso modo, non trova spazio il criterio (previsto sempre per il caso di moratoria) di calcolo del diritto di voto dei creditori privilegiati, attribuito loro – non per l'intero (per non correre il rischio di inquinare eccessivamente le maggioranze in sede di votazione della proposta⁴), ma – nella misura della differenza tra il credito vantato maggiorato degli interessi legali e il valore dei pagamenti previsti nel piano, attualizzato alla data di presentazione della domanda di concordato preventivo a un «*tasso di sconto pari alla metà del tasso previsto dall'art. 5 del decreto legislativo 9 ottobre 2002, n. 231, in vigore nel semestre in cui viene presentata la domanda di concordato preventivo*».

3. Dilazione temporale e soddisfazione dei creditori privilegiati: una possibile interpretazione del “nuovo” art. 186-*bis* l. fall.

La Relazione illustrativa al D.L. 118/2021 aggiunge poco o nulla al riguardo. Tuttavia, argomentando *a contrario* rispetto al dettato dell'art. 86 CCII e alle modifiche (non) apportate dal D.L. 118/2021 al vigente art. 186-*bis*, comma 1, lett. c), l. fall., vengono in evidenza due profili di rilievo.

² Tra i primi commentatori del D.L. 24 agosto 2021, n. 118, si vedano PANZANI, *Il D.L. “Pagni” ovvero la lezione (positiva) del covid*, in *Dirittodellacrisi.it*, 25 agosto 2021; AMBROSINI, *La “miniriforma” del 2021: rinvio (parziale) del CCI, composizione negoziata e concordato semplificato*, in *Dir. Fall.*, I, 2021, 901 ss.

³ La formulazione del termine biennale di cui all'art. 86 CCII è a sua volta frutto di una modifica rispetto a quella originaria, introdotta dall'art. 13, comma 2, D.lgs. 26 ottobre 2020, n. 147 (il decreto correttivo del Codice della Crisi).

⁴ Così la Relazione Illustrativa al D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14.

In primo luogo, occorre chiedersi se la scelta del legislatore di introdurre il termine biennale previsto per la moratoria, mantenendo però la formulazione contenuta nell'attuale art. 186-*bis* e non recependo quanto previsto in proposito dal Codice della Crisi possa essere interpretata come un' (opportuna) inversione di rotta da parte del legislatore, verso una maggiore flessibilità concessa alle parti nella predisposizione del piano.

Nella sua attuale formulazione (anche a seguito della recente modifica), l'art. 186-*bis*, comma 2, lett. c), 1. fall., prevede la legittimità di una moratoria per il pagamento dei creditori privilegiati e mantiene fermo il dettato dell'art. 160, comma 2, 1. fall. Quest'ultima disposizione consente di prevedere nel piano la soddisfazione non integrale dei creditori privilegiati (fermo restando il limite della loro soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile attraverso la liquidazione).

È peraltro noto⁵ che il concetto di soddisfazione non coincide con, ma comprende il concetto di pagamento e che, pertanto, la soddisfazione riguarda anche le modalità e le tempistiche del pagamento (*i.e.* anticipando quanto si dirà in seguito *sub* § 3, in caso di soddisfazione di un creditore attraverso una *datio in solutum* in luogo di un pagamento in denaro, anche se di valore analogo, qualitativamente parlando, il creditore è da ritenersi soddisfatto non integralmente). Ciò significa che un creditore per il quale sia previsto un pagamento integrale, può comunque non essere soddisfatto integralmente, qualora il piano preveda tempistiche dilazionate o il pagamento con modalità differenti dal denaro. È altrettanto noto che i creditori muniti di privilegio per i quali non sia prevista una soddisfazione integrale, sono equiparati dall'art. 177, comma 3, 1. fall. ai chirografari per la parte residua del proprio credito e, dunque, è loro riconosciuto il diritto di voto sulla proposta.

Tornando al dettato del vigente art. 186-*bis* 1. fall., la disposizione, prevedendo la possibilità di una moratoria dei creditori privilegiati (ora) di due anni, consente di differire il pagamento degli stessi senza però attribuire loro alcun diritto di voto se il pagamento avviene entro il biennio, in sostanza considerandoli soddisfatti integralmente nonostante la dilazione pianificata (in questo senso toglie ogni dubbio anche il dato letterale della seconda parte della disposizione – sulla quale *infra* – che nega espressamente il diritto di voto ai privilegiati la cui dilazione rientri comunque nei tempi della moratoria). Al contempo, è ragionevole ritenere che, per quanto si tratti di interpretazione tuttora dibattuta e non priva di posizioni contrarie⁶, il richiamo all'art. 160, comma 2, 1. fall. tenga ferma

⁵ Cfr., anche da ultimo, Cass., 18 giugno 2020, n. 11882, in *DeJure*.

⁶ Cfr. DI MARZIO, *Il pagamento concordatario dei creditori garantiti può essere dilazionato solo per consenso o nei casi previsti dalla legge*, in *Ilfallimentarista.it*, 22 luglio 2014; BOZZA, *Una lettura controcorrente dell'art. 186-bis. comma secondo, lett. c) della Legge Fallimentare*, in *Il caso.it*, 18 giugno 2014, 27 ss.; CATALDO, *Prosecuzione dell'impresa mediante affitto d'azienda nel concordato preventivo e offerta di pagamento dilazionato ai creditori privilegiati*, in *Fallimento*, 2014, 468; LAMANNA, *La pretesa indistinta ammissibilità nel concordato preventivo del pagamento dilazionato dei crediti muniti di prelazione*, in *Ilfallimentarista*, 4 giugno 2014; ZANICHELLI, *La*

la possibilità di soddisfare non integralmente i creditori privilegiati (anche) prevedendone la soddisfazione in un tempo più lungo rispetto ai due anni previsti dalla moratoria purché venga concesso loro il diritto di voto. Per come attualmente prevista, dunque, la lettura più condivisibile della disposizione è quella – prevalente in giurisprudenza⁷ – che attribuisce alla moratoria l'unica funzione di escludere il diritto di voto per i creditori privilegiati che vengano soddisfatti non immediatamente (ma comunque nei due anni) e non quella di imporre un limite massimo temporale per la loro soddisfazione. Secondo questa impostazione dunque si lascia al soggetto proponente la possibilità di prevedere tempistiche di pagamento anche più lontane nel tempo. Ove, poi, il piano preveda la soddisfazione dei creditori privilegiati in tempi più lunghi rispetto alla moratoria biennale, saranno i privilegiati medesimi ad esprimersi in proposito attraverso il diritto di voto a loro riconosciuto.

Andando di contrario avviso rispetto all'attuale indirizzo della giurisprudenza di legittimità oltre che alla dottrina maggioritaria, l'art. 86 CCII si limita a stabilire la possibilità di una moratoria non superiore a due anni per la soddisfazione dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca. Per come formulata, la disposizione del Codice della Crisi pare netta nel negare l'ammissibilità di una previsione di pagamento dei privilegiati in tempi più lunghi con connessa attribuzione del diritto di voto. In questo senso, conducono almeno due considerazioni.

In primo luogo, l'art. 86 CCII non fa alcun cenno a una disposizione analoga al vigente art. 160, comma 2, l. fall. (segnatamente, l'art. 109, comma 4, CCII), e dunque sembrerebbe non essere contemplata la possibilità di una soddisfazione non integrale dei creditori privilegiati, intesa nel senso di un pagamento dilazionato per un tempo più lungo rispetto al limite biennale previsto per la moratoria.

dilazione del pagamento dei creditori privilegiati: quando le ragioni dell'economia fanno premio su quelle del diritto, in *Ilfallimentarista.it*, 26 gennaio 2015, 5. In giurisprudenza, cfr.: Trib. Modena, 29 aprile 2020, in *Il caso.it*; Trib. Modena 24 marzo 2020, in *Il caso.it*; Trib. Monza, 26 settembre 2014, in *Il caso.it*; Trib. Marsala, 5 febbraio 2014, in *Il caso.it*; Trib. Padova, 4 dicembre 2013, in *Il caso.it*; Trib. Padova, 30 maggio 2013, in *Fallimento*, 2014, 445.

⁷ Per la giurisprudenza di legittimità, *ex multis*: Cass., 18 giugno 2020, n. 11882, *cit.*; Cass., 4 febbraio 2020, n. 2422, in *DeJure*; Cass., 3 luglio 2019, n. 17834, in *DeJure*. Per le corti di merito, cfr.: Trib. Modena, 8 febbraio 2016, in *Il caso.it*; Trib. Ravenna, 19 agosto 2014, in *Il Fallimentarista.it*; Trib. Bolzano, 27 febbraio 2013, in *Il caso.it*; Trib. Terni, 12 febbraio 2013, in *Il caso.it*. In dottrina, sia consentito un rinvio ad ARATO, *Questioni controverse nel concordato preventivo con continuità aziendale: il conferimento e l'affitto d'azienda, il pagamento ultrannuale dei creditori privilegiati, l'uscita dalla procedura*, in *Le proposte per una riforma della legge fallimentare*, a cura di Arato e Domenichini, Milano, 2016, 138. Si vedano anche: PIRISI, *La dilazione e la legittimazione al voto dei creditori assistiti da cause legittime di prelazione nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2015, 280; CASA, *Controversie teoriche e discussioni pratiche sull'art. 186-bis 1. fall.*, in *Fallimento*, 2013, 1389; LO CASCIO, *Crisi delle imprese, attualità normative e tramonto della tutela concorsuale*, in *Fallimento*, 2013, 13; CANEPA, *Il Concordato con continuità aziendale*, in *Italia oggi*, 15 novembre 2012, 56.

In questo senso, ancora, mi sembra conduca anche la formulazione dell'art. 86 CCII nella sua versione attuale rispetto ai principi espressi dalla Commissione Rordorf nella L. 19 ottobre 2017, n. 155. L'art. 6, comma 1, lett. i), n. 1, della legge delega, infatti, integrava la disciplina del concordato con continuità aziendale prevedendo che «*il piano possa contenere, salvo che sia programmata la liquidazione dei beni o diritti sui quali sussista la causa di prelazione, una moratoria per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca per un periodo di tempo anche superiore ad un anno, riconoscendo in tal caso ai predetti creditori il diritto di voto*». La disposizione era volta a porre fine all'ambiguità in merito a una interpretazione irragionevole oltre che più in generale in frontale contrasto con il generale e consolidato *favor* legislativo per le soluzioni della crisi di impresa che prevedano il mantenimento della continuità aziendale. Come si è già avuto modo di notare⁸, non appaiono, per esempio, compatibili la previsione della continuazione dell'attività d'impresa e, al contempo, l'obbligo di pagamento nel termine massimo di uno o due anni, per intero, di un mutuo con scadenza ventennale e garantito da un'ipoteca sull'immobile, ove, plausibilmente, è portata avanti la stessa attività sociale. Se l'impresa è in crisi è molto probabile che un mutuo fisiologicamente ventennale subisca una rimodulazione in senso estensivo dei pagamenti, piuttosto che un'accelerazione. Appare, quindi, corretto temperare gli opposti interessi del debitore e del creditore ammettendo il pagamento ultrabiennale e attribuendo al creditore ipotecario il diritto di esprimere il proprio consenso (o dissenso) rispetto ai nuovi termini di pagamento individuati dal piano.

Con riferimento alla seconda parte della disposizione vi sono meno dubbi interpretativi. Il vigente art. 186-*bis* l. fall. stabilisce che i creditori muniti di privilegio per la cui soddisfazione sia prevista una moratoria (ora) di due anni non hanno diritto di voto, mentre l'art. 86, comma 1, seconda parte, CCII prevede espressamente il diritto di voto a favore dei creditori privilegiati interessati dalla moratoria (ovviamente, per il periodo della moratoria stessa che non può comunque eccedere i due anni).

Ritengo che il mancato riferimento del D.L. 118/2021 a questa seconda parte dell'art. 86 CCII vada inteso come una conferma, quantomeno sino alla futura entrata in vigore del Codice della Crisi (o alla prossima modifica legislativa), del divieto (assoluto) di voto per i creditori, pur muniti di legittima causa di prelazione, per i quali il piano preveda un pagamento dilazionato entro il limite dei due anni.

Si tratta peraltro di una disciplina che, a prescindere dall'entrata in vigore del Codice della Crisi, dovrà essere rivista in sede di recepimento della Direttiva UE 2019/1023⁹. L'art. 9, par. 2, prevede che gli Stati membri attribuiscano il diritto di voto sul piano di ristrutturazione alle parti interessate ad esso, per tali intendendosi coloro sui cui crediti o interessi incide direttamente il piano medesimo. Un divieto assoluto di voto per i

⁸ Cfr. ARATO, *cit.*, 138.

⁹ In questo senso, PANZANI, *cit.*

creditori soddisfatti nel periodo di moratoria non sarebbe dunque compatibile con la disciplina comunitaria.

4. Un'ulteriore questione: modalità di adempimento e soddisfazione dei crediti privilegiati

Il D.L. 118/2021, invece, non interviene sulle eventuali modalità attraverso cui i creditori privilegiati possono essere soddisfatti, lasciando inalterate le attuali incertezze interpretative circa la ammissibilità di un adempimento in forma diversa dal pagamento in denaro (ove l'obbligazione *ante* concordato sia pecuniaria).

A questo proposito, l'art. 160, comma 1, lett. a), 1. fall. stabilisce che il piano di concordato preventivo può prevedere “*la soddisfazione dei creditori attraverso qualsiasi forma*”. Ciò significa che i creditori privilegiati possono anche essere soddisfatti non in denaro, ma in altro modo (dazione di strumenti finanziari partecipativi o di altri beni, ad esempio azioni, a seguito della conversione in capitale dei crediti concorsuali, o ancora attraverso vere e proprie *dationes in solutum* di attivi). In questo caso sembra peraltro necessario che a tali creditori venga attribuito il diritto di voto¹⁰.

Una interpretazione differente, che non ammetta la soddisfazione dei creditori privilegiati in forma diversa dal pagamento in denaro, non sembra trovare appigli nemmeno nel dettato normativo. Non è decisiva per l'esclusione di questa possibilità la terminologia adottata dal citato art. 186-*bis*, lett. c), 1. fall.¹¹. Si veda, infatti, l'art. 160 comma 2, 1. fall., secondo il quale i creditori privilegiati possono non venire “soddisfatti integralmente” (e, come già detto con riferimento a eventuali dilazioni temporali nel pagamento dei creditori privilegiati – cfr., *supra*, § 3 –, l'utilizzo del termine “soddisfazione” ha un significato più ampio rispetto al termine “pagamento”).

Si ritiene dunque maggiormente condivisibile la tesi che ammette, ad esempio, la soddisfazione dei creditori prelatizi attraverso la “conversione” di tutto – o parte del – l'ammontare del credito in azioni ovvero strumenti finanziari partecipativi.

Tale forma di soddisfazione, la quale ha luogo attraverso il meccanismo di compensazione tra il debito di conferimento e il credito concorsuale vantato verso la società emittente le azioni o gli strumenti finanziari, si sostanzia in una alterazione qualitativa dello statuto originario del credito, il quale viene estinto satisfattoriamente secondo lo schema della *datio in solutum* e la cui ammissibilità si giustifica alla luce delle medesime ragioni che legittimano il degrado temporale di tali pretese creditorie (cfr., *supra*, § 3).

La “conversione” dei crediti prelatizi in *equity* o *quasi equity* deve tener conto, in linea generale, del presumibile valore monetario delle azioni o

¹⁰ Conforme a questa lettura, cfr. Cass., 18 giugno 2020, n. 11882, *cit.*

¹¹ Il quale, nell'ammettere la moratoria (ora) biennale per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, fa riferimento, per l'appunto, al solo pagamento.

strumenti attribuiti, il quale condiziona da un lato, il rispetto del principio che impone l'attribuzione di una percentuale di soddisfazione almeno pari a quella ritraibile nell'ipotesi fallimentare, quale individuata ai sensi della relazione giurata di stima di cui all'art. 160, comma 2, l. fall. e, dall'altro lato, il rispetto del principio di non alterazione delle cause legittime di prelazione¹².

L'alterazione qualitativa della pretesa creditoria operata attraverso il meccanismo di *debt for equity swap* non comporta, di per sé stessa, una decurtazione quantitativa dell'ammontare del credito prelatizio cui consegue, sempre e comunque, la necessità di predisporre una relazione giurata *ex art.* 160, comma 2, l. fall.¹³.

Come già si è detto, tale disposizione detta le condizioni di ammissibilità di soddisfazioni quantitativamente parziali, alle quali resta estranea l'ipotesi di soddisfazioni quantitativamente integrali, ma effettuate in via dilazionata o con mezzi diversi dal danaro.

Per determinare se la soddisfazione del credito sia integrale o meno, agli effetti della necessità di predisporre una apposita relazione giurata, occorre avere riguardo al valore di mercato delle azioni o strumenti finanziari che si intende attribuire al singolo creditore.

Appare evidente che la percentuale di soddisfazione del creditore non possa essere parametrata *sic et simpliciter* al numero o all'ammontare delle azioni o strumenti partecipativi assegnati, di guisa che – per ipotesi – l'assegnazione di un numero di azioni di valore nominale pari all'ammontare del credito “convertito” sia di per sé sufficiente ad assicurare una “soddisfazione integrale”. Le azioni, e ancor più gli strumenti finanziari partecipativi, sono beni di secondo grado: non apportano utilità di per sé stessi, ma in quanto assicurino al titolare dei diritti (*in primis* di tipo patrimoniale) dal cui esercizio egli possa trarre una utilità economica¹⁴.

L'entità di soddisfazione del credito prevista dal piano deve essere pertanto commisurata al *fair value* delle azioni o strumenti finanziari assegnati in rapporto al credito prelatizio (comprensivo di interessi).

Appare evidente che, soprattutto con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi, la determinazione del *fair value* dipenderà *in primis* dai diritti patrimoniali che essi conferiscono ai titolari e, in ultima

¹² Cfr. BRUNO-CASTAGNA, *La Conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito del restructuring in Italia, Germania e UK*, in *Soc.*, 2015, 279, secondo cui «il piano di concordato possa prevedere l'attribuzione di partecipazioni sociali anche per i creditori muniti di privilegio, a condizione che, tenendo conto del presumibile valore monetario delle partecipazioni sociali attribuite, sia garantita la *priority rule*».

¹³ *Contra*, RANALLI, *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2014, 1360, secondo il quale «la previsione di un pagamento in forme diverse dal denaro a favore dei creditori privilegiati configurerebbe pertanto una forma di degrado qualitativo che va soggetto alle disposizioni di cui all'art. 160, comma 2, l. fall.»

¹⁴ Cfr. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. Soc.*, 2011, 854 ss.

istanza, alle prospettive di remunerazione del titolo nel corso della vita della società (a seguito della distribuzione di utili o riserve) ovvero ad esito del suo scioglimento (in forza del concorso, se del caso *pari passu* con gli azionisti, alla distribuzione dell'attivo di liquidazione).

Nulla impedisce all'imprenditore di prevedere la soddisfazione dei creditori prelatizi mediante attribuzione di azioni o strumenti finanziari partecipativi il cui *fair value* sia inferiore all'ammontare del valore nominale del credito che si intenda "convertire" (maggiorato degli interessi). In tal caso, ove la quota del credito eccedente il valore di mercato delle azioni o degli strumenti assegnati non sia altrimenti soddisfatta, si verterà in un'ipotesi di "soddisfazione non integrale", ammissibile a condizione che sia rispettato il limite della percentuale di soddisfazione che il medesimo creditore ritrarrebbe nell'alternativa fallimentare, secondo quanto previsto ai sensi dell'art. 160, comma 2, l. fall.

Per quanto concerne il rispetto del principio della non alterazione dell'ordine delle cause legittime di prelazione, valgono i medesimi principi espressi con riferimento alla dilazione dei crediti prelatizi al precedente § 3.

Si ritiene dunque ammissibile che la proposta preveda la "conversione" dei crediti privilegiati di rango poziore in azioni o strumenti il cui *fair value* sia tale da "coprire" l'intero ammontare del credito (comprensivo di interessi *ex artt.* 54 e 55 l. fall.) e la "soddisfazione non integrale" dei crediti privilegiati di rango inferiore in danaro, se del caso con dilazione. Il degrado qualitativo della pretesa creditoria assistita da un privilegio di rango superiore non inficia l'integralità della soddisfazione, la quale – sul piano economico – costituisce senz'altro un trattamento migliorativo rispetto alla "soddisfazione non integrale" riservata ai crediti di rango inferiore.

Resta poi estranea alla questione relativa all'alterazione delle cause legittime di prelazione l'eventualità in cui il creditore "convertito" in *equity* o *quasi equity* reputasse preferibile (ad esempio, per ragioni di equilibrio finanziario della propria attività di impresa) un pagamento parziale in denaro (anche fortemente falcidiato), trattandosi di profili che ineriscono alla convenienza della proposta in relazione ai quali esso creditore deciderà se votare a favore o contro la stessa. Analogamente, la proposta concordataria potrà prevedere la "soddisfazione integrale" dei crediti assistiti da privilegio generale mediante "conversione" in azioni o strumenti finanziari partecipativi e la "soddisfazione non integrale" – ma in denaro – dei crediti chirografari.

5. Conclusioni

Concludendo, il recente intervento legislativo non ha influito in modo particolare sull'attuale regime normativo in materia, intervenendo unicamente attraverso il prolungamento del termine previsto per la moratoria da uno a due anni, ferma restando la legittimità di pagamenti ultrabiennali purché il creditore privilegiato possa votare. Sotto questo profilo, il *quantum* del voto a favore del creditore privilegiato potrebbe

anche essere quello previsto dall'art. 86 CCI. Auspico, inoltre che la conferma dell'attuale dettato legislativo, pur nella sua diversità rispetto al testo adottato dal Codice della Crisi, sia letta come una decisione del legislatore di tornare opportunamente sui suoi passi e riproporre la disposizione attuale anche al momento della futura entrata in vigore dello stesso Codice, magari eliminando gli attuali margini di ambiguità della norma in favore della condivisibile interpretazione prevalente, con riguardo ai tempi come alle modalità di soddisfazione dei creditori privilegiati.