

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI FIRENZE

SCUOLA DI GIURISPRUDENZA
CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN GIURISPRUDENZA

Regola della priorità assoluta vs. regola della priorità relativa

Relatore:

Chiar.mo Prof. Lorenzo Stanghellini

Candidato:

Gabriele Leopardi

Correlatore:

Dott. Alessandro Luciano

ABSTRACT

Il presente elaborato ha ad oggetto il confronto fra due diversi approcci alle distribuzioni del valore dell'impresa nell'ambito delle ristrutturazioni basate sul principio di maggioranza, che mirino cioè a imporsi anche a creditori dissenzienti: la “*regola della priorità assoluta*” (dall'inglese “*absolute priority rule*”) e la “*regola della priorità relativa*” (o “*relative priority rule*”).

La ricerca si incentra inizialmente sulle radici storiche della prima regola, per poi dedicarsi ad indagare le modalità con cui l'ordinamento statunitense ne ha integrato le prescrizioni nella procedura di *reorganization* (istituto simile al “concordato preventivo”). Si procede poi ad esaminare la *regola della priorità assoluta* da più punti di vista: si illustrano i risultati di numerosi studi empirici condotti sugli esiti delle riorganizzazioni americane; si mettono a confronto le voci critiche e quelle favorevoli al suddetto approccio; si analizzano i dettagli di alcune proposte alternative.

Ci si occupa infine della *regola della priorità relativa*, concentrando l'attenzione sulla lettura che ne è stata offerta dalla Direttiva (UE) 1023/2019. Facendo riferimento a vari contributi scientifici, si mette a confronto questo secondo regime con quello della *priorità assoluta*, evidenziandone sia gli aspetti positivi che quelli negativi. Si discutono poi i risultati della comparazione contestualizzandoli nella realtà socioeconomica europea.

Al termine del percorso di analisi, le conclusioni tratte sono le seguenti: la *regola della priorità assoluta* risulta più adeguata nelle ristrutturazioni di grandi e medie imprese, specialmente nel caso in cui lo stato di crisi sia particolarmente avanzato; la *regola della priorità relativa*, invece, è più adatta a scenari meno compromessi, ma pur sempre inerenti a realtà imprenditoriali di rilevanti dimensioni. Nessuna delle due, tuttavia, sembra costituire una risposta adeguata alle esigenze delle micro e piccole imprese, per le cui ristrutturazioni si raccomanda l'utilizzo del parametro di *best effort*, recentemente introdotto negli USA dallo “*Small Business Reorganization Act*”.

This thesis analyses two different approaches to the distribution of value within non-consensual debt restructuring procedures: the "*absolute priority rule*" and the "*relative priority rule*". Firstly, the study focuses on the historical background of the first approach, which arose in the United States and examines how the US legislator embodied it in the so-called "Chapter 11 reorganization". The *absolute priority rule* is examined in detail, under multiple points of view: the results of many empirical studies on the outcomes of reorganizations are presented, the critical opinions to this approach are compared with the favorable ones, the details of some alternative proposals are analyzed. In the second part of the thesis, the *relative priority rule* is dealt with, by concentrating on the approach taken, as a default option for the Member States, by the EU Directive 1023/2019.

On the basis of scientific and empirical research, this second approach is compared to the first one, highlighting its pros and cons. The results of the comparison are then discussed in view of the European political and economic context.

The following conclusions are drawn: the absolute priority rule seems more appropriate in cases of severe economic distress, whereas the relative priority rule is more suitable for less compromised scenarios. Neither, however, seems to be an adequate response to the needs of micro and small enterprises, for the restructuring of which the "best effort" parameter, recently introduced in the USA by the *Small Business Reorganization Act*, is recommended.

INDICE

INTRODUZIONE.....	12
CAPITOLO 1 - PREMESSE CONCETTUALI	16
1.1 Capitale di rischio e capitale di debito	16
1.2 Lo scenario di crisi e le sue conseguenze sulla struttura finanziaria dell'impresa	20
1.3 Gli strumenti di risoluzione della crisi	23
1.3.1. La ratio delle procedure concorsuali	24
1.3.2. Le più comuni procedure di risoluzioni della crisi	28
1.4. Le classi di creditori	34
1.5 L'interazione fra debitore e classi di creditori nelle procedure concorsuali	37
1.6 Le dimensioni delle imprese in ristrutturazione	45
Appendice al capitolo 1	48
CAPITOLO 2 - STORIA DELLA "ABSOLUTE PRIORITY RULE" E DELLA "NEW VALUE EXCEPTION"	51
2.1. Storia della absolute priority rule	51
2.1.1. Il contesto storico: l'industria ferroviaria del XIX secolo	51
2.1.2. La riorganizzazione delle ferrovie tramite " <i>equity receivership</i> "	54
2.1.3. Louisville Trust Co.	61
2.1.4. <i>Boyd</i>	62
2.1.5. Dopo <i>Boyd</i> : politica e diritto	66
2.1.6. Case v. Los Angeles Lumber Products	71
2.2. La "new value exception"	78

2.2.1. Kansas City Terminal Railway.....	78
2.2.2. Case v. Los Angeles Lumber Products (pt. II)	80
CAPITOLO 3 - LA DISCIPLINA VIGENTE	83
3.1 La procedura di Chapter 11	83
3.1.1. Apertura del procedimento e formazione dei comitati	84
3.1.2. Lo "exclusivity period"	86
3.1.3. Il "disclosure statement"	87
3.1.4. Classificazione dei crediti e contenuto del piano	88
3.1.5. Le votazioni.....	89
3.1.6. La "confirmation hearing"	91
3.1.7. Requisiti di conferma	92
3.1.7.A. La § 1129 (a)	92
3.1.7.B. Il "cramdown": 11 U.S.C. § 1129(b)	93
3.1.7.B.I. <i>Cramdown</i> dei creditori garantiti	94
3.1.7.B.II. Cramdown dei crediti chirografari.....	96
3.1.7.B.III. Cramdown degli azionisti.....	96
3.1.8. Postilla ai requisiti di conferma	97
3.1.9. Autorizzazione ed esecuzione	98
3.2. La "new value exception" secondo "North LaSalle"	98
3.2.1. "Bank of America v. 203 North LaSalle"	100
3.3. Lo "SBRA": riorganizzazioni in deroga alla APR	103
3.3.1. La conferma del piano mediante cram-down nel "Subchapter V".....	106
3.3.2. La tutela dei creditori nel "Subchapter V"	108
CAPITOLO 4 - LA APR IN AZIONE	109
4.1. Qualche dato	109

4.1.1. Il Chapter 11 “delle origini”	110
4.1.2. Dagli anni ‘90 ad oggi.....	112
4.1.2.1. Il finanziamento del "DIP"	113
4.1.2.2. La diffusione dei "KERPs"	116
4.1.2.3. Lo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati	118
4.1.2.4. Gli effetti sulla procedura	119
4.2. La APR sotto esame: critiche, difese e proposte alternative	121
4.2.1. Una premessa all'esame della APR: lo scopo delle procedure concorsuali ...	125
4.2.1.1. Massimizzazione del valore del patrimonio.....	126
4.2.1.2. Rispetto dei diritti contrattualmente pattuiti	128
4.2.2. La APR nella fase contrattuale: il costo del capitale di debito.....	130
4.2.2.1. Le garanzie come mezzo di riduzione del costo del debito	130
4.2.2.2. La priorità relativa e il costo del debito	133
4.2.2.2.1. Una premessa alle critiche: il teorema di Modigliani e Miller	133
4.2.2.2.2. L’asimmetria informativa nelle riorganizzazioni delle grandi imprese ...	135
4.2.2.2.3. Le ingerenze dei creditori garantiti nella gestione dell’impresa	137
4.2.2.2.4. La priorità relativa e il rispetto dei diritti delle parti.....	138
4.2.3. La APR e gli incentivi "ex ante": azzardo morale, ricorso alle procedure concorsuali e "underinvestment"	138
4.2.3.1. Problema di "underinvestment" (pro-APR)	139
4.2.3.2. Problemi di azzardo morale (pro-APR)	143
4.2.3.2.1. Ulteriori spunti di riflessione sul tema dell’azzardo morale	146
4.2.3.3. Ricorso tardivo alle procedure concorsuali (contra-APR).....	148
4.2.3.4. Problema di "underinvestment" (contra-APR)	151
4.2.3.4.1. Ulteriori spunti di riflessione sul tema dell’underinvestment.....	153
4.2.4. Le negoziazioni all’ombra della APR	153

4.2.4.1. L'impostazione generale della regola.....	153
4.2.4.2. I riflessi sulla negoziazione.....	156
4.2.4.2.1. I creditori prelatizi.....	157
4.2.4.2.2. I creditori chirografari.....	162
4.2.4.2.3. La proprietà e gli amministratori	167
4.2.5. Applicare la APR: la valutazione giudiziale	168
4.2.5.1 La valutazione dell'impresa: problematiche generali.....	170
4.2.5.2. Negoziare all'ombra della valutazione giudiziale	171
4.2.6. La "ROP": una proposta alternativa alla APR	175
4.2.6.1. L'elaborazione dottrinale.....	176
4.2.6.1.1. La APR e l'annullamento dell'opzione delle categorie subordinate: un esempio	179
4.2.6.1.2. Il rispetto dei diritti delle parti nelle riorganizzazioni.....	180
4.2.6.2. La "ROP" in dettaglio	182
4.2.6.2.1. Le principali caratteristiche della ROP	182
4.2.6.2.2. Il calcolo del "redemption option value"	186
4.2.6.2.4. Tutele complementari.....	189
4.2.6.2.5. Postilla all'analisi della ROP	190
4.2.6.3. Critiche alla ROP	191
4.2.6.3.1. Un prolungamento ingiustificato della durata dell'opzione delle classi subordinate.....	191
4.2.6.3.2. ROP e "fire-sales": un intervento ingiustificato	193
4.2.6.3.3. La determinazione giudiziale del "ROV"	194
4.3. La APR nelle ristrutturazioni di piccole e medie imprese	195
4.3.1. Le caratteristiche delle piccole e medie imprese in ristrutturazione	195
4.3.2. Le esigenze delle piccole e medie imprese in ristrutturazione.....	198

4.3.2.1. La massimizzazione delle risorse disponibili.....	198
4.3.2.2. Il rispetto dei diritti delle parti	200
4.3.3. Le criticità della APR nelle riorganizzazioni di piccole e medie imprese	201
4.3.4. Lo SBRA e la APR: una deroga dettata dalla necessità	204
4.3.4.1. Le principali caratteristiche della riforma	204
4.3.4.2. Speculazioni sulle nuove modalità di omologazione del piano	205
4.3.4.2.1. Il “doppio binario”	205
4.3.4.2.2. Il nuovo parametro di equità e il suo scostamento dalla APR	208
4.3.5. Osservazioni conclusive sullo SBRA	213
CAPITOLO 5 - LA “EU-RPR”	215
5.1. L’UE e l’insolvenza.....	215
5.2 La Direttiva 1023/2019	216
5.2.1. Ragioni e obiettivi dell’intervento	216
5.2.2. Il testo della Direttiva 1023/2019.....	218
5.2.3. La ristrutturazione per classi secondo la Direttiva.....	220
5.2.3.1. I requisiti di omologazione	221
5.2.3.2. Il "cross-class cram-down"	223
5.3 Il funzionamento della EU-RPR	226
5.3.1.1. La superiorità “semplice” del tasso di recupero dei crediti	227
5.3.1.2. La superiorità “qualificata” del tasso di recupero dei crediti.....	229
5.3.2. Il trattamento "più favorevole" dei creditori rispetto al debitore	231
5.3.2.1. La “soluzione Mokal”	232
5.3.2.2. Una possibile alternativa	234
5.3.2.2.1. La giustificazione teorica	234
5.3.2.2.2. Un esempio	236

5.3.2.2.3. Considerazioni conclusive	238
5.4. La ratio della EU-RPR	238
5.5 I commenti sulla EU-RPR: critiche e difese	242
5.5.1. La APR come “regola punitiva di default”	242
5.5.1.1. La mancanza di incentivi alla cooperazione nella EU-RPR	245
5.5.1.2. Le possibili conseguenze	246
5.5.1.3. Un commento personale.....	247
5.5.1.3.1. L’incentivo alla cooperazione	247
5.5.1.3.2. Il rischio di "class-skipping"	250
5.5.2. La EU-RPR e i fondamenti del diritto della crisi.....	251
5.5.2.1. La EU-RPR e la violazione dei diritti di priorità: le critiche	251
5.5.2.2. La EU-RPR e la violazione dei diritti di priorità: le difese.....	253
5.5.2.2.1. I principi della ristrutturazione.....	253
5.5.2.2.2. Aumentare le risorse disponibili	255
5.5.2.2.3. La EU-RPR e i crediti privilegiati.....	256
5.5.2.2.4. Un commento personale.....	257
5.5.2.2.4.1. Implicazioni teoriche della priorità relativa: una domanda	257
5.5.2.2.4.2. Implicazioni teoriche della priorità relativa: una risposta.....	258
5.5.2.2.4.3. Implicazioni teoriche della priorità relativa: una proposta applicativa.	261
5.5.3. La EU-RPR e la distorsione degli incentivi ex ante: sovraindebitamento, moral hazard e crisi pianificate	263
5.5.3.1. Il problema di sovraindebitamento	264
5.5.3.2. L’incentivo all'azzardo morale	267
5.5.3.3. Considerazioni personali.....	267
5.5.4. La EU-RPR e l’incertezza della valutazione giudiziale	269
5.5.4.1. L’opzione da “incertezza”	271

5.5.4.2. Considerazioni personali.....	272
5.6. Riflessioni conclusive sulla Direttiva	273
5.6.1. Il contesto istituzionale	274
5.6.2. Il contesto socioeconomico	277
5.6.3. La scelta dei Paesi Bassi	279
5.6.4. Spunti per l'attuazione della Direttiva	282
5.6.4.1. Lo SBRA come possibile modello da imitare	283
5.6.4.1.1. La corrispondenza del parametro di "best effort" con lo standard del "trattamento più favorevole"	285
5.6.4.1.2. Spunti per le concrete modalità di attuazione della Direttiva	288
5.6.4.1.2.1. Una possibile modalità di ristrutturazione con il parametro del "best effort"	289
5.6.4.1.2.1.1. L'apertura del procedimento e la nomina degli organi ausiliari.....	290
5.6.4.1.2.1.2. Le negoziazioni, il voto, e l'omologazione del piano	291
5.6.4.1.2.1.3. L'esecuzione del piano	293
5.6.4.1.2.2. Un esempio numerico	295
5.6.5. Un invito ai legislatori nazionali	298
CONCLUSIONI.....	299
Bibliografia	302
APPENDICE GIURISPRUDENZIALE.....	310
SITOGRAFIA.....	311

INTRODUZIONE

Viviamo tempi difficili. Le misure di contrasto alla recente pandemia ha costretto la popolazione mondiale a rinchiudersi dentro le proprie case e, così facendo, ha posto le premesse per ciò che si candida ad essere la peggior crisi economica mai vista dall'avvento dell'economia di mercato.

Le prime conseguenze si sono già manifestate, ma, secondo quanto sostenuto da tutte le principali istituzioni politiche ed economiche del pianeta, le ricadute più pesanti si avverteranno nell'immediato futuro. Fra queste, le stime prospettano una grande ondata di crisi d'impresa, delle quali una parte condurrà senza dubbio alla definitiva cessazione delle attività colpite. Far sì che tale quota sia la minore possibile, è anche compito delle autorità.

Diviene perciò fondamentale, in questo momento storico, disporre di strumenti giuridici atti a gestire la fase di difficoltà economica e permettere alle imprese di superare la fase di recessione, per poter tornare in seguito a generare ricchezza. Fra questi, un ruolo importante potrebbe essere svolto dai vari istituti che consentono la ristrutturazione del debito: essi permettono difatti alle imprese di restare in attività, alleggerendo al contempo i propri oneri finanziari (previo consenso di almeno una parte dei suoi creditori).

La ricerca qui introdotta si occupa delle suddette procedure, approfondendo in particolare i meccanismi che consentono di omologare i piani di ristrutturazione, mediante il superamento del dissenso di alcune classi di *stakeholders*.

Il presente elaborato ha ad oggetto il confronto fra due diversi approcci alle distribuzioni del valore d'impresa nell'ambito delle ristrutturazioni del debito basate sul principio di maggioranza (che mirino cioè a imporsi anche sui creditori dissenzienti).

Il primo, più “tradizionale”, è denominato “*regola della priorità assoluta*” (dall'inglese *absolute priority rule*), e impone che le ripartizioni di risorse proposte nei piani di ristrutturazione debbano rispettare rigorosamente l'ordine di priorità fra le pretese, a meno che le parti coinvolte non acconsentano ad un diverso trattamento.

Il secondo, più “innovativo” è definito invece “*regola della priorità relativa*” (o *relative priority rule*), e richiede soltanto che ad ogni classe di creditori sia riservato un trattamento economico più favorevole di quello destinato alle sue subordinate, salvo consenso.

La trattazione è divisa in cinque parti, cui segue un breve riepilogo delle conclusioni raggiunte.

Il percorso inizia con una riflessione introduttiva su alcuni concetti fondamentali del diritto della crisi: ci si sofferma in particolare sulla distinzione fra *capitale di rischio* e *capitale di debito*, sui vari livelli di difficoltà economica che un’impresa può trovarsi a fronteggiare, sulle diverse categorie creditorie, sui tipi di procedure concorsuali più diffuse e sulle caratteristiche che distinguono il fenomeno della micro, piccola e media imprenditoria, da quello della grande.

Nel secondo capitolo si indagano le radici storiche della *absolute priority rule*, che nasce negli USA nella prima metà del Novecento e deve la sua origine ad un’interazione fra prassi, dottrina, giurisprudenza e politica. Si dedica inoltre attenzione ad un’altra creazione giuridica, la *new value exception*, che è al contempo deroga e corollario della *priorità assoluta*.

Lo studio effettuato propone inizialmente delle contestualizzazioni di carattere storico, per poi andare ad illustrare nel dettaglio l’evoluzione della giurisprudenza statunitense in merito al concetto di “equità” delle riorganizzazioni.

La terza parte dell’elaborato è incentrata sulla normativa vigente: si analizzano cioè le modalità con cui l’ordinamento statunitense ha trasposto una regola emersa in via giurisprudenziale nelle disposizioni legislative.

Oggetto di attenzione è il cosiddetto *Chapter 11* (U.S. Code, Title 11, Chapter 11), che ad oggi raccoglie le previsioni in materia di riorganizzazione d’impresa. Nel corso dell’esposizione, si ripercorrono le principali tappe della procedura per poi focalizzarsi sulla § 1129 (b), che contiene i requisiti per l’omologazione dei piani di ristrutturazione mediante *cram-down* (cioè contro la volontà di una o più classi di creditori). Fra questi,

notabilmente, si trova anche la formulazione normativa della *absolute priority rule*.

Gli ultimi due argomenti affrontati nel medesimo capitolo sono l'interpretazione attuale della *new value exception* e lo *Small Business Reorganization Act (SBRA)*: riguardo al primo, si rende conto delle ultime vicende giurisprudenziali che hanno interessato la deroga-corollario della *regola della priorità assoluta*; relativamente al secondo, invece, si illustrano sinteticamente le caratteristiche della nuova procedura di ristrutturazione, accessibile esclusivamente alle micro e piccole imprese, che il legislatore americano ha introdotto nel 2019.

La quarta unità ha un carattere più analitico: la *absolute priority rule* è ivi esaminata da più punti di vista.

Nella prima parte del capitolo si presentano i dati raccolti nel corso degli anni in merito agli esiti delle procedure di riorganizzazione e se ne evidenziano le correlazioni con la *regola della priorità assoluta*.

Nella seconda, si dà conto del vivace dibattito che il suddetto approccio ha animato in seno alla dottrina statunitense, raggruppando i contributi degli autori intorno a cinque macro-tematiche: i principi fondamentali del diritto della crisi; il costo del capitale di debito; gli incentivi *ex ante* (precedenti all'apertura delle procedure concorsuali) che i diversi regimi di priorità generano in capo alle parti; le trattative per la stesura del piano di ristrutturazione; la valutazione giudiziale effettuata in caso di domanda di omologazione tramite *cram-down*. Viene infine esaminata una proposta di modifica della normativa vigente, che implicherebbe una parziale deviazione rispetto all'attuale regime di *priorità assoluta*.

La terza e ultima parte è invece dedicata al nuovo parametro di equità che lo *SBRA* ha introdotto per le ristrutturazioni di micro e piccole imprese: si tratta di una vera e propria deroga rispetto al "tradizionale" schema di *absolute priority rule*, che, benché subordinato al rispetto di condizioni ben precise, permette al debitore di conservare la proprietà dell'impresa anche qualora non riuscisse a soddisfare integralmente i propri creditori. Le dinamiche di questo nuovo indicatore, denominato *best effort*, vengono qui indagate e sottoposte a critica.

Il quinto capitolo si occupa invece della *regola della priorità relativa* per come concepita dal legislatore europeo. Si presenta la Direttiva (UE) 1023/2019 e se ne descrivono le previsioni più rilevanti: fra queste, principalmente, il “*cross-class cram-down*” e il nuovo parametro di equità la cui applicazione è “suggerita” agli Stati Membri.

Si indagano poi varie implicazioni della *relative priority rule* europea e si esaminano i contributi critici di illustri studiosi. Infine, si esprime un parere personale sull’opportunità o meno di introdurre una simile regola negli ordinamenti dei singoli Stati Membri.

CAPITOLO 1 - PREMESSE CONCETTUALI

Prima di concentrare l'attenzione sull'oggetto dell'elaborato, si propone una breve disamina delle categorie concettuali che più spesso ricorreranno nel corso della trattazione. Si introdurranno perciò: il rapporto fra capitale di rischio e capitale di debito; lo scenario di crisi dell'impresa e le sue conseguenze sulla struttura finanziaria della stessa; i più comuni strumenti di risoluzione della crisi d'impresa e le dinamiche legate al loro utilizzo; le differenti categorie di creditori.

Affrontati tali argomenti, si procederà poi ad una prima contestualizzazione della *regola della priorità assoluta* (in inglese, “*Absolute Priority Rule*”).

1.1 Capitale di rischio e capitale di debito

La letteratura economico-aziendale afferma che il valore complessivo del capitale di un'impresa (c.d. *capitale lordo*) può essere scomposto in due componenti, definite *fonti di finanziamento*: il *capitale di rischio* (o *capitale proprio*) e il *capitale di debito*¹.

1. Il *capitale di rischio* è la porzione del capitale di pertinenza dell'imprenditore².

La misura di questo indica la ricchezza netta a disposizione dell'impresa in un dato momento e si ricava come differenza fra i valori complessivi delle attività e delle passività³.

¹ Qualificazione cd *quantitativa* del capitale. Da A. MURA, G. ROBERTO, *Il sistema di contabilità generale delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2016, pp. 5-15.

² Definizione tratta da <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-di-rischio.html/>, ultimo accesso: ore 13.34 del 03/03/2020. In tale contesto il termine *imprenditore* viene utilizzato nel significato fornito dall'art. 2082 cod. civ., volendosi ricomprendere, in tale formulazione, tutti i soggetti che esercitano l'attività di impresa, indipendentemente dal fatto che questa sia svolta in forma individuale o collettiva.

³ Formulazione proposta in A. MURA, G. ROBERTO, *Il sistema di contabilità generale*, op. cit., pp. 5-15.

Alla nascita dell'impresa è costituito solo dai conferimenti iniziali dell'imprenditore, ma via via che l'azienda produce utili e accresce il suo valore, questo può aumentare a sua volta⁴.

Lo schema remunerativo del *capitale di rischio* è costruito su base *residuale*, dunque eventuale e variabile. Eventuale, perché la remunerazione è subordinata alla creazione di nuova ricchezza dalla gestione aziendale; variabile, in quanto l'entità della remunerazione dipende dalla misura della ricchezza creata⁵.

Si esemplificano le peculiarità appena enunciate mediante una schematizzazione concettuale⁶.

L'imprenditore conferisce un certo ammontare di utilità nell'impresa, al fine di svolgere una determinata attività. Ciò porterà ad un risultato economico, denominato *ricavo*, da cui verranno prelevate le risorse destinate a coprire le spese necessarie all'espletamento di quella attività (ad esempio pagamento dei lavoratori, dei fornitori, dei finanziatori ecc.), che sommate fra loro costituiscono il *debito* dell'impresa. Una volta pagati tutti i soggetti esterni che hanno compiuto prestazioni per contribuire al compimento dell'operazione, l'imprenditore avrà diritto ad appropriarsi delle utilità rimaste, che, nel caso l'attività economica sia stata redditizia, saranno maggiori di quelle inizialmente conferite. In quest'ultimo caso si otterrà dunque un *utile*, costituito dalla differenza fra il *ricavo* e la somma fra debito complessivo e risorse inizialmente conferite.

Il risultato, però, potrebbe anche essere non positivo: ciò avverrebbe ove il *ricavo* fosse inferiore alla somma fra l'importo complessivo del *debito* e l'ammontare di utilità inizialmente conferite. Si riscontrerebbe così una distruzione di ricchezza e l'imprenditore sopporterebbe una *perdita*.

⁴ Secondo Guatri, scopo dell'impresa, dal punto di vista aziendalistico, è il continuo accrescimento del valore complessivo del capitale; obiettivo il cui mancato raggiungimento definisce l'inizio del percorso opposto di *declino*. Così in L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995.

⁵ A. MURA, G. ROBERTO, *Il sistema di contabilità generale*, op. cit., pp. 5-15.

⁶ L'esemplificazione punta a chiarire le caratteristiche di *eventualità* e *residualità* della remunerazione del capitale di rischio, mettendone in luce le differenze strutturali rispetto al *capitale di debito* (introdotto di seguito). Al fine di offrire una schematizzazione concisa e di immediata comprensione, si posticipa la trattazione del fondamentale ruolo del bilancio, che sarà tuttavia illustrato nel prosieguo del paragrafo, in modo da colmare la "lacuna" iniziale.

Il fatto che in questo schema negoziale non esista un diritto ad un corrispettivo (perché, come affermato sopra, la remunerazione è di tipo *residuale*) implica che il ritorno economico dell'operazione sia soggetto ad *alea*. Il fornitore di capitale di rischio, dunque, sopporta il cosiddetto *rischio generale di impresa*, cioè la possibilità di non recuperare le risorse inizialmente investite in presenza di risultati gestionali negativi⁷.

2. L'altra forma di finanziamento è il *capitale di debito*: questo, al contrario del primo, proviene da fonti esterne⁸ rispetto alla proprietà dell'impresa e la sua relazione con essa è limitata nel tempo. Il *debito* infatti, nasce da contratti che l'impresa stipula con soggetti terzi, i quali pattuiscono con essa l'espletamento di una determinata prestazione (lavoro, fornitura, finanziamento ecc.) che dovrà essere ricompensata mediante un corrispettivo (salario, prezzo di acquisto, pagamento delle rate di un mutuo con interesse). Questa forma di capitale, infatti, è costruita sullo schema negoziale del contratto sinallagmatico⁹ e su tale base si fonda la sua remunerazione: ciò implica che il fornitore di capitale di debito ha diritto al corrispettivo pattuito e che l'ordinamento tutela il suo diritto predisponendo strumenti adeguati¹⁰.

La differenza fra le due forme di capitale, dunque, sta nella diversa genesi negoziale: il fornitore di *capitale di rischio* (imprenditore) mette a disposizione risorse proprie e in cambio ha diritto ad appropriarsi delle utilità che residuano una volta

⁷ A. MURA, G. ROBERTO, *Il sistema di contabilità generale*, op. cit., pp. 5-15.

⁸ La proposizione non ha alcuna pretesa di esaustività. Esistono casi in cui il finanziamento proviene da fonti interne (tant'è che l'ordinamento italiano ha predisposto appositi correttivi per queste situazioni, per esempio cod. civ. art. 2467), ma ciò non rileva ai fini della definizione: la qualificazione di "esterne", si riferisce all'estraneità di tali apporti di ricchezza alla dialettica proprietà-controllo di cui si parlerà in seguito. Anche le fonti di letteratura aziendalistica riportate identificano il capitale di debito come "esterno" alla suddetta dinamica e vi si riferiscono frequentemente usando tale termine. Sia in A. MURA, G. ROBERTO, *Il sistema di contabilità generale delle imprese*, op. cit., pp. 5-15., che in F. GIUNTA, *Economia aziendale*, CEDAM, Padova, 2008, pp. 41-51.

⁹ Definizione di contratto sinallagmatico in F. ANELLI (a cura di), C. GRANELLI (a cura di), A. TORRENTE, P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, Giuffrè, Milano, 2019, pp. 536-8.

¹⁰ Il riferimento è rivolto indistintamente sia alla disciplina delle esecuzioni individuali che alle procedure concorsuali.

completato il ciclo dell'attività di impresa; tuttavia, perché questo possa essere chiuso, è necessario che sia prima rimborsato il *capitale di debito*. Di conseguenza, il pagamento dei fornitori di capitale di debito risulta preliminare alla verifica dell'esistenza di utilità ed alla relativa distribuzione.

Vi è però un ulteriore elemento la cui esistenza svolge un ruolo cruciale all'interno della dialettica "*capitale di rischio - capitale di debito*" e che si ritiene opportuno introdurre: si tratta del *bilancio d'esercizio*.

Se la spartizione delle utilità avvenisse esattamente come dianzi illustrata, ciò implicherebbe che l'appropriazione del residuo da parte dei soci possa avvenire solo al termine del ciclo di vita di impresa, cioè una volta cessata l'attività. Nella realtà, tuttavia, la durata della vita di un'impresa è quasi sempre indeterminata e si sviluppa nel corso di anni; non sarebbe dunque verosimile pretendere che i soci attendano di percepire i frutti della gestione aziendale fino alla chiusura definitiva dell'attività. Per ovviare a questo problema la legge accorda all'imprenditore il diritto di appropriarsi di una parte delle utilità prodotte *prima*¹¹ che i creditori siano stati integralmente soddisfatti. Condizione necessaria a tal fine, però, è che venga periodicamente redatto un accertamento della ricchezza prodotta e un conseguente "piano di riparto", dal quale risulti che, in prospettiva, vi sono risorse sufficienti¹² per pagare i debiti alle scadenze. Tale documento prende il nome di *bilancio d'esercizio*¹³ ed è sulla base di questo che i soci acquisiscono il potere di destinare a se stessi, mediante dividendi o altre forme di distribuzione¹⁴, risorse dell'impresa prima che i creditori siano stati pagati¹⁵.

¹¹ La locuzione temporale è da intendersi in senso puramente cronologico e non concettuale.

¹² Com'è noto, il bilancio contiene numerosi elementi (basti pensare al patrimonio immateriale) la stima del cui valore è ampiamente rimessa alla sensibilità del contabile. Per tale ragione, e in ottica di protezione di tutti gli *stakeholder* aziendali, la legge impone il requisito della *prudenza* come principio-cardine nella redazione del documento. Si vedano a tal fine, cod. civ. artt. 2423, 2423-bis e 2423-ter. Simili istruzioni in *Principi contabili* OIC 11, par. 15.

¹³ Elaborazione concettuale proposta da L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Rivista delle società*, 2004, Vol. 49, pp. 1041-1081.

¹⁴ Come ad esempio acquisti di azioni proprie (cod. civ. art. 2357) o riduzione del capitale (cod. civ. art. 2445).

¹⁵ L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, op. cit.

In una dinamica fisiologica dal punto di vista contrattuale, dunque, il fornitore di capitale di debito non sopporta il rischio di impresa, ma al contrario ha un diritto, tutelato dall'ordinamento, al pagamento di un corrispettivo.

Chi sopporta il rischio di impresa è invece l'imprenditore, che, in conseguenza del rischio assunto, assume il diritto di governare l'impresa¹⁶, cioè di prendere le decisioni che ne determinano le modalità operative.

1.2 Lo scenario di crisi e le sue conseguenze sulla struttura finanziaria dell'impresa

Nelle economie di mercato, la vita dell'impresa si svolge con un'alternanza di fasi positive e negative; le crisi aziendali vengono difatti considerate componenti permanenti e fisiologiche all'interno del sistema¹⁷.

Si possono identificare tre diverse fasi di difficoltà nell'ambito di un andamento negativo: il *declino*, la *crisi* e il *dissesto*.

1) Il *declino* è uno stadio preliminare in cui le situazioni patologiche cominciano a venire alla luce: squilibri e inefficienze all'interno del ciclo produttivo erodono lentamente ma sistematicamente la capacità reddituale dell'impresa, causando una progressiva contrazione dei flussi economici e un conseguente indebolimento dell'immagine aziendale agli occhi dei suoi *stakeholders*¹⁸.

L'andamento negativo in questo momento è ancora reversibile e nel quadro attuale si riveleranno cruciali le scelte assunte dell'amministrazione¹⁹; tuttavia,

¹⁶ F. GALGANO, *Diritto Commerciale, Le società*, Zanichelli, Bologna, 2013, p. 5.

¹⁷ G. SIRLEO, *La crisi d'impresa e i piani di ristrutturazione*, Aracne, Ariccia, 2009, pp. 15-34.

¹⁸ A. FALINI, *La crisi d'impresa e le sue cause: un modello interpretativo*, Paper 125, Università degli Studi di Brescia – Dipartimento di Economia aziendale, Brescia, 2011.

¹⁹ Le misure prese dal management al fine di invertire l'andamento economico negativo sono definite di

qualora la rotta non venga invertita, il *declino* è destinato a peggiorare ulteriormente scatenando una vera e propria *crisi*.

2) La *crisi* è uno stato di grave instabilità, naturale prosiegua di un *declino* non arrestato, originato da rilevanti perdite economiche (e di valore del capitale), da conseguenti forti squilibri nei flussi finanziari, dalla caduta della capacità di accesso al credito per perdita di fiducia (da parte di clienti, fornitori, personale e comunità finanziaria in genere), e, talvolta, anche dall'insolvenza²⁰.

Quest'ultimo stato del debitore è di particolare interesse per la presente trattazione, in quanto rappresenta uno dei punti di svolta per l'intervento delle discipline di settore (come si vedrà meglio nel prosiegua del paragrafo): è proprio l'acclarato rischio di insolvenza²¹, infatti, che permette formalmente²² (mediante l'apertura delle procedure di composizione della crisi) ai creditori di intervenire nella gestione dell'impresa. La *ratio* di questa scelta è desumibile dalla definizione stessa di questo concetto: uno stato di tensione finanziaria che, a causa della penuria di flussi di cassa, rende il debitore incapace di adempiere alle obbligazioni in scadenza²³.

turnaround.

²⁰ Coerenti sul punto sia la normativa che la letteratura aziendalistica citata. Si vedano: per la parte legislativa, D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155*, artt. 2 (definizioni) e 13 (indicatori della crisi); per l'elaborazione economico-aziendale A. FALINI *La crisi d'impresa e le sue cause: un modello interpretativo*, op. cit.; G. SIRLEO, *Piani di ristrutturazione e crisi d'impresa*, op. cit., pp. 15-34.

²¹ Le condizioni richieste per l'attivazione delle procedure variano in base all'ordinamento e lo strumento specifico di risoluzione della crisi. Per avere un'idea di tale variabilità, si vedano i differenti requisiti per l'accesso alle procedure di liquidazione (art.121, D.Lgs. 14/2019) e concordato preventivo in Italia (art. 85, D.Lgs. 14/2019), rispetto a quelli dell'ordinamento statunitense, che invece non prevede differenze ai fini dell'accesso alle procedure di *Chapter 7* e *Chapter 11* da parte di un'impresa (U.S. Code, Title 11, Chapter 3, §§ 301, 302, 303).

²² L'influenza dei creditori sulla gestione aziendale si manifesta, da un punto di vista sostanziale, prima dell'apertura delle procedure concorsuali, come risposta alle violazioni contrattuali perpetrate dal debitore. Per una trattazione approfondita del fenomeno si veda G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance and Firm Value*, in *The Review of Financial Studies*, 2012, Vol. 25, No. 6, pp. 1713-1761.

²³ La definizione riportata è di stampo aziendalistico (G. SIRLEO, *Crisi d'impresa e piani di ristrutturazione*, op. cit., pp. 15-34.), che si trova tuttavia in perfetta coerenza con quella fornita dall'art. 2 (definizioni) D.Lgs. 14/2019.

Gli squilibri finanziari ormai manifesti rendono incerta la possibilità di recupero dei crediti e legittimano i titolari degli stessi ad attivarsi, nel tentativo di recuperare la maggior porzione possibile di quanto originariamente pattuito.

3) Il *dissesto*, a differenza della crisi, non costituisce propriamente un terzo stadio, ancora peggiore, di questo *trend* negativo; si potrebbe piuttosto definire un diverso modo di fotografare la situazione sopra descritta, alternativo all'insolvenza. Questo infatti si concretizza nel momento in cui il valore dell'attivo patrimoniale diventa inferiore al complessivo ammontare delle passività, manifestando dunque l'impossibilità, in quel dato momento, di adempiere integralmente a tutte obbligazioni contratte.

Si può dire dunque che se l'insolvenza esprime l'incapacità di soddisfare i debiti dal punto di vista dei flussi finanziari, il dissesto palesa la stessa impossibilità dal punto di vista dello *stock* patrimoniale²⁴.

Si propone in appendice un'esemplificazione dei tre momenti di difficoltà economica.

Si consideri ora ciò che accade al capitale di rischio ed a quello di debito in una situazione di crisi: l'insolvenza potrebbe non essersi ancora manifestata, ma a causa degli squilibri finanziari, i creditori hanno una ragionevole probabilità di non essere integralmente compensati.

Quest'ultima circostanza ha delle ripercussioni importanti sul ruolo delle due parti coinvolte (creditori e debitore): appare difatti evidente come i ruoli dei due *stock* di risorse non siano più quelli propri delle rispettive qualificazioni, in quanto l'ammontare di capitale di rischio è in graduale diminuzione e il capitale di debito rischia di assorbire le perdite derivanti da ulteriori cicli negativi.

Non solo, in un certo senso il creditore è "intrappolato" dal debitore: il primo fornisce ormai capitale di rischio, ma è ancora il debitore che prende le decisioni di gestione e, in base alle scelte effettuate, potrebbe ridurre ulteriormente il valore

²⁴ G. SIRLEO, *Crisi d'impresa e piani di ristrutturazione*, op. cit., pp. 15-34.

dell'attivo. Inoltre, eventuali azioni esecutive per il recupero del credito potrebbero non risolvere il problema, o addirittura aggravarlo, distruggendo il valore d'avviamento tramite una vendita forzata.

Tuttavia, per quanto affermato inizialmente²⁵, è noto che chiunque sopporti il rischio di impresa è conseguentemente titolare del potere di direzione dell'entità economica, dunque un ruolo di gestione spetta ora anche (nell'esempio, insieme all'imprenditore, in quanto il capitale di rischio non è interamente svanito) agli ex-finanziatori, in virtù di nuovi fornitori di capitale di rischio.

Tale percorso argomentativo riveste un'importanza cruciale per il diritto della crisi, in quanto lo spostamento del rischio di impresa dalla parte che è fisiologicamente deputata alla sua sopportazione (l'imprenditore), ad altri soggetti che hanno invece contrattato per tipologie di remunerazione e rischio differenti rispetto a quelli dell'imprenditore (i creditori), giustifica dal punto di vista teorico la produzione di norme volte a regolare questa particolare situazione²⁶.

Fra le varie disposizioni che gli ordinamenti hanno introdotto al fine di gestire tali circostanze, ve ne sono alcuni che assumono particolare rilevanza ai fini della presente trattazione: gli strumenti di risoluzione della crisi.

1.3 Gli strumenti di risoluzione della crisi

²⁵ Vedi par 1.2. in merito alla correlazione fra sopportazione del rischio e potere di gestione dell'impresa.

²⁶ Non ci si riferisce soltanto alle procedure di composizione e risoluzione della crisi, ma più in generale a tutte le norme che forniscono protezione in senso ampio ai creditori nei confronti di eventuali comportamenti opportunistici da parte dell'imprenditore. Un esempio in tal senso è costituito dall'art. 323 (*Bancarotta semplice*) del D.Lgs. 14/2019, che fornisce una tutela "indiretta" comminando sanzioni penali all'imprenditore che attui determinate condotte irresponsabili indicate dalla norma. Diverse invece le modalità di difesa dei creditori predisposte dagli ordinamenti inglese (cd. *wrongful trading*, di cui alle §§ 214, 246ZB Insolvency Act 1986 Chapter 45, disponibile su <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/contents>; ultimo accesso 18.00 del 17/05/2020) e tedesco (§§ 64 del GmbHGesetz e 92 dell'AktienGesetz,) che, al verificarsi di determinati presupposti, impongono agli amministratori delle società l'attivazione delle procedure concorsuali entro un termine preciso.

Nel presente paragrafo si passeranno brevemente in rassegna le più comuni procedure di gestione e risoluzione della crisi d'impresa. Prima, però, si ritiene opportuno effettuare una ricognizione dei fondamenti teorici di tali istituti.

1.3.1. La ratio delle procedure concorsuali

Il punto di partenza della riflessione si colloca nell'esigenza di giustificare l'esistenza stessa del diritto della crisi, cioè di indagare il perché si sia manifestato (da un punto di vista teorico) il bisogno di istituire delle procedure collettive di riscossione dei crediti, invece che continuare ad affidarsi ai tradizionali mezzi di attuazione della responsabilità patrimoniale (l'esecuzione in forma individuale).

La ragione sta nella particolare dinamica che si viene a creare qualora il patrimonio del debitore non sia un semplice aggregato di beni di consumo destinati alla soddisfazione delle esigenze di vita di un soggetto, bensì un vero e proprio complesso organizzato con finalità produttive²⁷. In tale circostanza, difatti, consentire ad una pluralità di creditori di agire individualmente senza alcuna forma di coordinamento, avrebbe l'effetto di dissipare una parte del valore insito nel patrimonio aziendale, che sarebbe invece possibile recuperare, a vantaggio di tutti, ove la procedura fosse svolta in maniera ordinata e collaborativa²⁸.

La situazione che si delinea nel momento in cui più creditori concorrono su un medesimo patrimonio aziendale insolvente, è assimilabile alle altre casistiche di gestione di un *common pool* (risorsa comune) a disponibilità limitata²⁹, in cui, per le circostanze del caso, ogni soggetto capace di attingervi è incentivato a farlo mediante l'adozione di una condotta che risulta al contempo individualmente efficiente (cioè benefica per se

²⁷ Definizione tratta da Codice civile, art. 2555.

²⁸ L. GUGLIELMUCCI, F. PADOVINI (a cura di), *Diritto fallimentare*, Giappichelli, Torino, 2017, pp. 7 ss.

²⁹ T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, in *The Yale Law Journal*, 1982, Vol. 91, No. 5, pp. 857-907.

stesso), e collettivamente inefficiente (ovvero non ottimale per l'intera comunità richiedente).

Siffatto scenario cala i singoli attori in quel modello decisionale che la letteratura economica³⁰ definisce "dilemma del prigioniero"³¹: si tratta di una immaginaria tabella 2x2, in cui, dati due soggetti razionali (A e B), ognuno di loro può scegliere di adottare una fra due condotte possibili (per questo 2x2). Le opzioni, uguali per entrambi, sono: azione opportunistica e azione cooperativa. La prima, opportunistica (O) e individualmente efficiente, avvantaggia molto chi la mette in atto, ma pregiudica l'altro (A +2 ; B -2); la seconda, cooperativa (C) e individualmente inefficiente, garantisce a chi la adotta un guadagno minore rispetto alla precedente, ma fornisce all'altro soggetto un beneficio di pari entità (A +1; B +1).

La peculiarità del modello consiste nel fatto che, effettuate liberamente le rispettive scelte di comportamento, esse risulteranno fra loro interdipendenti, pertanto la condotta di ognuno influenzerà la situazione finale dell'altro. I potenziali esiti sono dunque 4:

1. in 2/4 scenari, uno dei due attori sceglie C e l'altro O. Chi adotta O guadagna +3, l'altro -1. Guadagno complessivo: $3-1 = 2$;
2. In 1/4, entrambi scelgono C. Guadagno +2 per entrambi. Complessivo: $2+2 = 4$;
3. In 1/4, entrambi scelgono O. Guadagno 0 per entrambi. Complessivo: 0³².

La situazione globalmente ottimale è dunque quella in cui entrambi scelgono C, mentre la peggiore è quella in cui la preferenza di tutti e due cade su O. Sfortunatamente però, affermano le scienze economiche, quando degli attori razionali si trovano in situazioni ascrivibili al presente modello, è altamente probabile che tutti loro siano attratti dalla scelta O, rendendo così lo scenario peggiore (3) anche quello più comune; il migliore (2), invece, risulta anche il più improbabile³³.

³⁰ Albert W. Tucker fu il primo a formulare il modello, basandosi su un preesistente schema elaborato da Merrill M. Flood e Melvin Dresher. Così in: *Enciclopedia Britannica, Game Theory, The Prisoner's Dilemma*, disponibile su <https://www.britannica.com/science/game-theory/The-prisoners-dilemma>, ultimo accesso: ore 19.20 del 16/04/2020.

³¹ L'applicazione di tale modello al diritto fallimentare è effettuata da T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, op. cit.

³² Rielaborazione personale del modello "Prisoner's Dilemma", fornito da *Enciclopedia Britannica, Game Theory, The Prisoner's Dilemma*, op. cit.

³³ *Ibidem*.

Il modello appena illustrato si può riscontrare in numerose situazioni reali dove una pluralità di individui si trova a poter attingere ad una risorsa comune, la cui quantità non è però così imponente da permetterne lo sfruttamento in maniera incontrollata³⁴.

Una simile problematica può essere osservata anche nel settore del recupero crediti, ipotizzando l'inesistenza delle procedure concorsuali. Il *common pool* è qui rappresentato dal patrimonio aziendale del debitore, e le modalità per attingere alla risorsa, dagli strumenti di esecuzione forzata in forma individuale³⁵.

Com'è noto, la legge consente al creditore il diritto di espropriare singoli beni del debitore inadempiente, provocarne la vendita e appropriarsi del ricavato, fino ad ottenere un importo tale da soddisfare interamente il proprio credito. Finché il patrimonio soggetto ad esecuzione è abbastanza capiente da permettere di ripagare la totalità dei debiti effettuando vendite singole, nessuna difficoltà si presenta. Quando, però, il valore aggregato dei beni, singolarmente considerati, non è sufficiente a soddisfare integralmente la massa creditizia, la scarsità di risorse può indurre i singoli creditori a intraprendere azioni opportunistiche, con l'effetto di distruggere una parte dei ricavi che, invece, avrebbero potuto ottenere agendo in maniera cooperativa³⁶.

Si propone un'esemplificazione del concetto³⁷.

Si ipotizzi la seguente situazione: data l'inesistenza di procedure concorsuali, due creditori (A e B) vantano entrambi un diritto di credito di 50€ nei confronti di un patrimonio aziendale che, liquidato come semplice aggregato di beni varrebbe 70€, mentre venduto come complesso unitario ne potrebbe fruttare 90€.

Le due opzioni che si pongono agli attori sono: pignorare singolarmente i beni necessari al soddisfacimento del proprio credito e farlo il più rapidamente possibile, al fine di recuperare completamente la somma prima che anche l'altro inizi le esecuzioni (strategia opportunistica e individualmente efficiente, il cui esito sarebbe: recupero di

³⁴ Per un'applicazione dei modelli non cooperativi allo sfruttamento delle risorse, si veda, ad esempio, il celebre contributo di Hardin: G. HARDIN, *The Tragedy of the Commons*, Science, New Series, 1968, Vol. 162, No. 3859, pp. 1243-1248.

³⁵ T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, op. cit.

³⁶ *Ibidem*.

³⁷ L'esempio è frutto di una rielaborazione personale, ispirata dal modello proposto in T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, op. cit.

50/50€ per il “tempestivo” e di 20/50€ per il “ritardatario”); verificare l’esistenza di altri creditori, contattarli, cercare un terzo acquirente interessato a rilevare il patrimonio come complesso unitario e dividere equamente i profitti della vendita (45/50€ per entrambi per entrambi). I possibili scenari, in base alla combinazione delle scelte, saranno quindi:

1. Uno pignora immediatamente e recupera 50€; l’altro tenta di coordinare l’azione, fallisce e resta con $70-50 = 20$ €. Guadagno complessivo dei due $50 + 20 = 70$ €;

2. Entrambi pignorano immediatamente e ognuno riesce a soddisfarsi solo sulla metà dei beni disponibili, recuperando 35€ (si tratta dello scenario migliore, in cui si ipotizza che le parti non decidano di impiegare risorse nel tentativo di assicurarsi il primato o che non siano costrette a farlo per risolvere eventuali litigi: in tali casi si dissiperebbero ulteriori utilità). Guadagno totale: $35 + 35 = 70$ €;

3. Entrambi intraprendono gli sforzi necessari per coordinarsi fra loro: si incontrano, trovano un terzo acquirente, vendono il patrimonio nella sua integrità e si spartiscono equamente il ricavato di 90€ ($90:2 = 45$ € a testa). Guadagno complessivo: $45+45 = 90$ €.

La situazione ottimale è evidentemente la terza, ma la difficoltà risiede nel fatto che entrambe le parti, per raggiungerla, devono accettare *ex ante* la certezza di ricevere meno risorse, rifiutando così la possibilità, certamente più attraente, di recuperare integralmente il proprio credito, offerta dalle soluzioni opportunistiche.

È precisamente a causa di tale maggiore appetibilità che il modello economico del "dilemma del prigioniero" descrive come più probabile lo scenario collettivamente inefficiente³⁸, cioè O-O (caso 2); il più raro è invece il caso 3, C-C: esito collettivamente efficiente.

Alla luce di quanto illustrato, si nota quanto possa risultare difficile e al contempo importante assicurare il raggiungimento dell’esito ottimale nell’ambito del recupero crediti. Già mediante l’osservazione di un modello con due soli attori, si comprende quanto improbabili siano le forme di collaborazione spontanea; con un numero maggiore di soggetti, poi, questa risulterebbe ancora più complessa.

³⁸ *Enciclopedia Britannica, Game Theory, The Prisoner's Dilemma, op. cit.*

Ne consegue l'esigenza di introdurre un meccanismo capace di condurre sempre i creditori all'esito ottimale, scopo cui sono votate le procedure concorsuali. La *ratio* di tali istituti è difatti quella risolvere il *dilemma del prigioniero* tramite l'imposizione di un regime normativo obbligatorio³⁹, che guidi le parti alla massimizzazione delle risorse disponibili, affinché tutti i soggetti coinvolti ne possano godere.

1.3.2. Le più comuni procedure di risoluzioni della crisi

Gli ordinamenti giuridici mettono a disposizione strumenti diversi per la risoluzione delle crisi. Si esaminano di seguito i più comuni.

a) La liquidazione giudiziale

Lo strumento più “classico”, e sicuramente più antico, è quello che in Italia viene chiamato *liquidazione giudiziale*⁴⁰ (*Liquidation* negli USA e in UK): *si tratta di una procedura finalizzata a liquidare il patrimonio dell'imprenditore insolvente, per poi ripartire il ricavato in favore dei creditori (sulla base della graduazione dei loro crediti) al fine di soddisfarli*. Tale metodo è tutt'oggi il più utilizzato per risolvere le crisi d'impresa: un recente studio mostra, ad esempio, che in Italia fra il 2014 e il 2016 circa nove procedure concorsuali su dieci erano *liquidazioni giudiziali* (o *fallimenti*, secondo la terminologia precedente)⁴¹.

³⁹ Così secondo T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, op. cit.

⁴⁰ Così ridefinito a partire dalla Legge 19 ottobre 2017, n. 155, *Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza*, prima della quale l'istituto conservava la storica denominazione di “fallimento”. Il nuovo appellativo trae la sua origine dalla volontà legislativa di eliminare (anche da un punto di vista “onomastico”) la percezione sociale della crisi d'impresa come esclusivo prodotto dell'incapacità gestionale dell'imprenditore e dunque come “fallimento” personale dello stesso. Il legislatore sembra dunque aderire ad una corrente di pensiero che vede gli andamenti economici negativi come “fisiologici” durante il ciclo di vita di una realtà imprenditoriale. In tal senso si vedano gli interventi effettuati, durante la seduta del Senato della Repubblica del 11/10/2017, dal relatore G. Pagliari, e dall'ex Ministro A. Orlando prima della definitiva approvazione della legge di cui sopra.

⁴¹ Dati forniti da A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA E G. RODANO, *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, in *Questioni di Economia e Finanza - Occasional Papers*, Banca d'Italia, 2018, No. 430. Il rapporto menzionato (9/10) è stato ottenuto confrontando i dati

Come riassunto nella definizione, tale procedimento prevede l'effettuazione di un inventario di tutti i beni appartenenti all'impresa, la stima degli stessi e la loro successiva vendita fino al raggiungimento (eventuale) di un importo tale da garantire il pagamento di tutti i debiti. Il ricavato della vendita viene poi distribuito ai creditori, fino a compensazione dei rispettivi crediti. Qualora la vendita abbia prodotto un ricavo totale maggiore rispetto all'ammontare complessivo dei debiti, il residuo sarà restituito al debitore⁴².

Una ricerca condotta sulla gestione dei crediti deteriorati da parte delle maggiori banche italiane mostra come questo tipo di soluzione consenta loro di recuperare una percentuale dell'esposizione complessiva verso un determinato debitore vicina al 30%. Si nota pertanto come il tasso di recupero ottenuto mediante l'utilizzo di questo tipo di procedimenti non sia molto elevato⁴³.

Inoltre, salvo sporadiche eccellenze (come il sistema svedese⁴⁴), simili procedure non sembrano offrire particolari vantaggi, in termini di tempistiche, rispetto alle ristrutturazioni⁴⁵.

Tale procedimento sembrerebbe perciò risultare più utile qualora l'impresa soggetta a liquidazione abbia scarse possibilità di continuare ad esistere sul mercato e

raccolti nel periodo 2014-2016 dallo studio appena citato: in particolare, si è calcolata la media dei rapporti di ogni singolo anno e si è approssimato al numero intero più vicino. Percentuali simili (percentuali di procedure di *Liquidation* molto vicine o addirittura superiori al 90%) sono riportate dalle corti statunitensi: si veda a tal fine U.S. Bankruptcy Courts, *Business and Nonbusiness Cases Commenced, by Chapter of the Bankruptcy Code, During the 12-Month Period Ending December 31, 2016*, disponibile online al sito https://www.uscourts.gov/sites/default/files/data_tables/stfj_f2_1231.2016.pdf, ultimo accesso: ore 13.34 del 03/03/2020.

⁴² Per la disciplina si vedano artt. 121ss. D.Lgs. 14/2019.

⁴³ Percentuale ottenuta calcolando la media dei tassi di recupero degli anni 2011-2014 e approssimando al numero intero più vicino. Dati forniti da L. CARPINELLI, G. CASCARINO, S. GIACOMELLI, V. VACCA, *La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane*, in *Questioni di Economia e Finanza - Occasional Papers*, Banca d'Italia, 2016, No. 311.

⁴⁴ Secondo K.S. THORBURN, *Bankruptcy auctions: Costs, debt recovery, and firm survival*, in *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 2000, Vol. 58, No. 3, pp. 337-368, una procedura di liquidazione giudiziale in Svezia si conclude mediamente in due mesi e mezzo.

⁴⁵ Secondo L. CARPINELLI, G. CASCARINO, S. GIACOMELLI, V. VACCA, *La gestione dei crediti deteriorati*, op. cit., la durata media della liquidazione in Italia è 3.8 anni; negli USA invece si attesta intorno ai 2 anni, secondo quanto riportato da A. BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization*, in *The Journal of Finance*, 2005, Vol. 61, No. 3, pp.1253-1303.

dunque la sua crisi rappresenti una manifestazione esterna di problemi più profondi rispetto ad una “semplice” instabilità finanziaria⁴⁶. Nonostante le prospettive di scarso realizzo, infatti, la liquidazione ha la caratteristica di porre fine al rapporto creditizio in essere: eventualità che potrebbe essere preferibile per un finanziatore, qualora l’alternativa (ristrutturazione) non prospetti un ritorno economico particolarmente consistente pur presentando i canonici rischi di un nuovo investimento.

Il procedimento liquidatorio potrebbe condurre anche alla vendita dell'azienda nella sua integrità, cioè l’acquisto della stessa da parte di un altro soggetto che intenda includere il complesso produttivo oggetto della procedura in un nuovo progetto economico. Questa seconda forma di realizzo presenta una rilevante differenza rispetto alla precedente: permette di salvare e monetizzare le componenti immateriali del patrimonio dell'impresa (il c.d. *going concern value*), le quali risulterebbero invece non valorizzate da una vendita atomistica. Ciò può implicare, nel caso in cui tali elementi apportino effettivamente un contributo (in termini di valore aggiunto) alle componenti materiali del patrimonio, un ritorno economico più elevato e dunque, un maggior recupero di risorse per i creditori coinvolti⁴⁷.

Non sempre tuttavia è possibile ricorrere a questa seconda soluzione, in quanto molto dipende dall’appetibilità che il complesso produttivo ha sul mercato: i potenziali acquirenti potrebbero valutare non conveniente l’affare oppure essere disposti ad acquistare solo ad un prezzo minore rispetto alle attese dei creditori, viste le ingenti spese (oltre al prezzo di acquisto⁴⁸) che dovranno affrontare per portare a termine l’affare o per adattare la neo-acquisita azienda ai propri bisogni⁴⁹.

b) La ristrutturazione

⁴⁶ M. LEMMON, Y. MA, E. TASHJIAN, *Survival of the fittest? Financial and economic distress and restructuring outcomes in Chapter 11*, University of Utah - Department of Finance, 2009.

⁴⁷ Così in L. GUGLIELMUCCI, F. PADOVINI (a cura di), *Diritto fallimentare*, Giappichelli, Torino, 2017, pp. 7 ss.

⁴⁸ Ad esempio le operazioni di cd. *due diligence*, cioè l’esame approfondito di tutti i rapporti in essere e di tutti gli elementi patrimoniali dell’impresa al fine di valutare la convenienza dell’investimento.

⁴⁹ Sul tema si veda R.G. SABLE, M.J. ROESCHENTHALER, D.F. BLANKS, *When the 363 Sale Is the Best Route*, in *Journal of Bankruptcy Law and Practice*, 2006, Vol. 15, pp. 121-144.

Una comune alternativa alla liquidazione è la ristrutturazione dell'impresa in crisi.

Questo tipo di operazione consiste nel rimodulare l'assetto aziendale e la struttura finanziaria del debitore, al fine di risolvere, in un determinato periodo di tempo, le criticità che hanno portato l'impresa alla situazione di crisi e restituirle stabilità e redditività⁵⁰.

Tale scopo può essere raggiunto, nella pratica, tramite diversi interventi: per quanto concerne le dinamiche interne le operazioni più comuni sono rinnovamento del *management*, modifica delle strategie operative, riorganizzazione del ciclo produttivo, cessione di rami d'azienda o specifici *assets* non efficienti; sul versante esterno (cioè rapporti con i terzi) si può ricorrere a conversione di crediti in azioni; assegnazione di diritti di opzione (eventualmente cartolarizzati e cedibili) ai creditori; emissione di nuove obbligazioni convertibili in azioni o di strumenti finanziari partecipativi; rinegoziazione dell'ammontare dei debiti (intervenendo sia sul capitale che sugli interessi) o dei termini di adempimento degli stessi⁵¹.

Scorrendo questo breve elenco di operazioni appare evidente come molte delle operazioni elencate costituiscano per i creditori un passaggio da una posizione giuridica più garantita ad una meno garantita o finanche una rinuncia ad una parte dei propri diritti. Ci si potrebbe dunque domandare perché i titolari di capitale di debito dovrebbero rinegoziare volontariamente (*in peius*) la propria situazione relativamente alle rispettive pretese. La risposta è fornita dalla realtà (attraverso i dati): viene scelto il pregiudizio minore.

Come si è accennato parlando della vendita, una soluzione conservativa dell'unità funzionale dell'impresa permette di continuare a valorizzare le componenti immateriali del patrimonio: ciò si tradurrà, alla conclusione della procedura, in un maggior realizzo per i creditori, rispetto a quello che otterrebbero da una “tradizionale” liquidazione.

Il vantaggio è simile a quello offerto dalla cessione d'azienda, ma quest'ultima soluzione ha l'ulteriore pregio di non costringere i creditori ad accettare un'offerta

⁵⁰ Definizione ricavata e parafrasata da OIC 6 par.3, 2011; e circolare della Banca d'Italia n. 272 del 30 luglio 2008, *Istruzioni per la compilazione della Matrice dei conti*.

⁵¹ Sul tema S.C. GILSON, *Creating Value Through Corporate Restructuring*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2010, pp. 5-16.

strategicamente inferiore al valore di mercato da parte di un potenziale acquirente: caratteristica che permetterà, in caso di esito positivo della procedura, una maggiore valorizzazione dell'impresa⁵².

Sembrerebbe dunque che quest'ultimo tipo di procedura sia sempre preferibile, ma così non è.

Tale procedimento (che nei vari ordinamenti assume forme e modalità diverse, sostanziandosi anche in più istituti distinti all'interno dello stesso ordinamento) è infatti dal punto di vista operativo il più delicato e complesso, in quanto presenta una serie di caratteristiche che rendono necessaria da parte dei creditori una seria ponderazione dello scenario in cui si trovano ad agire, prima di prendere una decisione in tal senso.

1) L'operazione più importante da effettuare al fine di scegliere l'istituto più efficiente è un approfondito lavoro di *due diligence* sull'impresa in crisi, al fine di valutare se il *business* possa essere rilanciato con successo o meno: tentare di risollevare una realtà che non è in grado di restare sul mercato costituirebbe infatti per i creditori una perdita di tempo e di risorse⁵³.

2) Nonostante il vaglio preliminare di cui al punto 1, la procedura non garantisce un esito positivo: si tratta pur sempre di un investimento e come tale non è mai a rischio nullo. Per dare un'idea di quanto concreta sia la possibilità di ribaltamento delle aspettative basta fare riferimento alle statistiche sugli esiti dei concordati preventivi in Italia. Stando ai dati, solo il 25% viene eseguito integralmente; gli altri vengono convertiti in liquidazioni o attuati solo in parte, riducendo la percentuale di rientro⁵⁴.

Un eventuale insuccesso costituirebbe dunque per i creditori una perdita di tempo e denaro, come accennato al punto precedente.

⁵² Il riscontro statistico sembrerebbe confermare quanto sostenuto: in A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA E G. RODANO, *Strumenti negoziali*, op. cit. si evidenziano difatti tassi di recupero più elevati nei concordati in continuità aziendale "diretta", rispetto a quelli in via "indiretta".

⁵³ Così S.C. GILSON, *Creating Value*, op. cit., pp. e R. BLAZY, J. MARTEL, N. NIGAM, *Arbitrating between Renegotiation and Bankruptcy: The Case of French Banks Facing Distressed SMEs*, Working Paper 15, Université de Strasbourg - Pôle Européen de Gestion et d'Economie, 2010.

⁵⁴ A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA E G. RODANO, *Strumenti negoziali*, op. cit.

3) Infine, altra circostanza da prendere in considerazione è che l'esito positivo del risanamento è condizionato, oltre a tutti gli altri fattori "di mercato" (si veda il punto 2 del presente elenco), dalla effettiva cooperazione delle parti nel tentativo di rilanciare il *business*, specialmente quando oggetto della procedura sono le micro, piccole e medie imprese. Si dedicherà molta attenzione nei prossimi capitoli all'importanza di allineare gli incentivi economici di tutti gli *stakeholders* in questa delicata fase.

Si può pertanto notare come la ristrutturazione costituisca per i creditori un vero e proprio nuovo investimento; il quale, in base alle specifiche previsioni del piano, potrebbe essere caratterizzato da un differente tasso di rischio rispetto all'originario e garantire loro un diverso assetto di diritti e obblighi⁵⁵.

Dal punto di vista procedurale, le ristrutturazioni finanziarie possono essere concretizzate sotto più forme giuridiche: alcune strettamente privatistiche, che prendono la forma di semplici accordi fra i creditori sottoscrittori e il debitore e vincolano giuridicamente solo i partecipanti, lasciando inalterati i diritti dei terzi⁵⁶; altre invece che vedono un intervento pubblico più o meno esteso in forma di controllo di regolarità formale e/o sostanziale, a seconda dell'istituto preso in esame⁵⁷.

Oggetto di analisi nel presente elaborato sarà la tipologia di procedure cui appartengono, a titolo esemplificativo, il *Chapter 11* statunitense e il *concordato preventivo* italiano⁵⁸, cioè quelle caratterizzate da un vaglio giudiziale avente doppia finalità (formale, cioè di rispetto degli adempimenti procedurali, e sostanziale, riguardo

⁵⁵ Non di rado ai creditori vengono assegnati in compensazione del debito pacchetti azionari o altri titoli, che, per la diversa natura negoziale, implicano un innalzamento del tasso di rischio rispetto all'investimento originario.

⁵⁶ Ci si riferisce agli accordi di ristrutturazione del debito statunitensi, cd *out of court-debt restructuring*, che vengono conclusi in forma esclusivamente privatistica.

⁵⁷ Qui si richiamano le esperienze italiane dell'*accordo di ristrutturazione del debito* e del *concordato preventivo* e quella statunitense della *Chapter 11 Reorganization*. Per la normativa italiana si vedano gli artt. 19, 48, 57ss. D.Lgs. 14/2019 (primo strumento) e gli artt. 84 ss. D.Lgs. 14/2019 (secondo); per quella statunitense invece: U.S. Code, Title 11 *Bankruptcy*, Chapter 11 *Reorganization*.

⁵⁸ Simili procedure in altri ordinamenti sono, ad esempio, l'*Insolvenzplan* tedesco e la *procédure de sauvegarde* francese.

al trattamento economico delle parti coinvolte) e dal necessario coinvolgimento di tutti i creditori dell'impresa⁵⁹.

L'*iter* di questi procedimenti si articola in due fasi: una prima, rimessa all'autonomia delle parti, di negoziazione, stesura di un progetto di ristrutturazione e conseguente voto a maggioranza da parte dei creditori al fine di approvarlo o respingerlo; una seconda, di vaglio da parte dell'autorità pubblica (solitamente giudiziaria) per verificare il rispetto dei requisiti formali imposti dalla legge e censurare eventuali violazioni della disciplina relativa al trattamento economico delle diverse categorie di interessi.

A differenza della prima tipologia di istituti (quelli cioè che non implicano la partecipazione di tutti i creditori), il coinvolgimento dell'autorità pubblica rende la seconda certamente più lenta ed elaborata, ma presenta il duplice vantaggio di vincolare giuridicamente, una volta completata, tutti i creditori coinvolti al rispetto del piano, persino quelli che hanno espresso voto contrario⁶⁰. È proprio lo scrutinio giudiziario esteso al merito, infatti, che garantisce la correttezza⁶¹ della procedura nei confronti dei creditori (secondo i canoni dell'ordinamento di appartenenza) e le permette così di esplicare la sua efficacia liberatoria nei confronti del debitore.

Prima di osservare le dinamiche concrete di una riorganizzazione e soffermarsi brevemente sulle varie tappe, si presenta l'ultimo degli elementi ricorrenti in tali contesti: le classi di creditori.

1.4. Le classi di creditori

Non tutti i creditori sono uguali. Ognuno di loro sottoscrive con l'impresa un diverso contratto ed essendo dunque titolari di rapporti giuridici distinti, ad ognuno

⁵⁹ La seconda caratteristica enuncata esclude dunque dal nostro campo di indagine gli istituti simili all'*accordo di ristrutturazione del debito* o all'*out-of-court debt restructuring* (anche detto *private workout*), che consentono al debitore di concludere un accordo di risanamento anche con una parte soltanto dei creditori.

⁶⁰ Art.117 D.Lgs. 14/2019 e § 1141 Title 11, U.S. Code.

⁶¹ Emblematica si ritiene in tal senso la dicitura della § 1129 (b), che, ai fini dell'esercizio del potere di *cram down* richiede al giudice di verificare che il piano sia «*fair and equitable*».

corrisponde una diversa combinazione di diritti e obblighi. Nonostante la singolarità di ognuno, si possono comunque individuare degli elementi ricorrenti, alcuni dei quali sono la base per raggruppare i diversi crediti in *classi* omogenee. Questa divisione, come si vedrà meglio nel paragrafo successivo, è necessaria per raggruppare un determinato numero di creditori aventi posizioni giuridiche simili, al fine di determinare le modalità che la legge impone per il loro trattamento (come nel caso dei creditori *garantiti*) o di identificarne gli interessi economici e determinare di conseguenza quali distribuzioni possano rivelarsi più adeguate per quella classe⁶².

Gli elementi principali che fondano il discrimine sono: l'ammontare di capitale fornito, il tasso d'interesse che il debitore si obbliga a pagare, il termine del rimborso di capitale e interessi, le eventuali garanzie a cui è sottoposto il credito.

Ruolo cruciale all'interno della presente trattazione avrà l'esistenza di garanzie su un debito, circostanza che merita un breve approfondimento prima di procedere oltre.

Esistono vari tipi di garanzie. Con l'intento di voler ricavare una definizione "teleologica" per questi istituti, si può affermare che il loro scopo sia quello di fornire al creditore che la riceve una maggiore probabilità di essere comunque compensato⁶³ in caso di insolvenza del debitore. La sua costituzione, infatti, predispone una tutela aggiuntiva contro il c.d. *rischio di credito* (cioè la possibilità che il debitore si riveli insolvente e non riesca ad adempiere integralmente all'obbligazione contratta⁶⁴), che, a seconda dell'istituto scelto, protegge il creditore in maniera differente. Caratteristica comune alle varie forme di garanzia è che al patrimonio generale del debitore si aggiunga un patrimonio ulteriore (di un altro soggetto garante, nel caso della *fideiussione*⁶⁵)

⁶² L. GUGLIELMUCCI, F. PADOVANI, *Diritto Fallimentare*, op. cit.

⁶³ Secondo B.E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, in *American Bankruptcy Law Journal*, 2017, Vol. 91, pp. 563-599, si tratta di reciproche concessioni: il creditore acconsente ad acquisire le garanzie in quanto ciò gli permette di ridurre il rischio di credito; il debitore, viceversa, le concede perché in tal modo riesce a ridurre il tasso di interesse sul debito contratto.

⁶⁴ La definizione di rischio di credito è stata volutamente semplificata e riadattata al contesto. Per completezza si riporta la definizione elaborata dall'*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* (comunemente noto come *Basilea II*): «la possibilità che una variazione inattesa del merito creditizio di una controparte, nei confronti della quale esiste un'esposizione, generi una corrispondente variazione inattesa del valore di mercato della posizione creditoria».

⁶⁵ Per la disciplina 1936ss. cod. civ.

destinato alla soddisfazione della pretesa creditoria qualora il debitore non sia in grado o si rifiuti di adempiere (a seconda della specifica pattuizione contrattuale⁶⁶), oppure che si costituisca un vincolo giuridico su di un particolare bene del debitore (o di un terzo), che permetterà al creditore di soddisfarsi sullo stesso⁶⁷ senza dover concorrere insieme agli altri creditori per il pignoramento di tale bene.

Una delle forme di garanzie contrattuali più ricorrenti nell'ambito delle procedure concorsuali è la c.d. garanzia *reale* sui beni (mobili o immobili). Questa viene concessa dal debitore su un bene proprio (o di un terzo) relativamente ad un'obbligazione principale da adempiere nei confronti di un creditore. Quest'ultimo, in base alla suddetta concessione acquista il diritto, qualora il debitore si rivelasse inadempiente, di far espropriare il debitore di quel bene e farlo vendere forzatamente, appropriandosi dei proventi⁶⁸. Tramite la garanzia dunque, il debitore concede al creditore il potere esclusivo di separare quel bene dal resto del suo patrimonio, per i suddetti fini, al verificarsi di determinati presupposti (l'inadempimento). Questa facoltà assume particolare rilievo nel momento in cui il debitore sia soggetto ad esecuzione anche da parte di altri creditori, i quali però non abbiano ricevuto una simile garanzia. Questi ultimi, infatti, potranno assoggettare ad esecuzione l'intero patrimonio del debitore, ma solo dopo che quel particolare creditore (c.d. *garantito* o *prelatizio*) sia stato soddisfatto tramite il ricavato della vendita forzata di quel particolare bene su cui è stata concessa garanzia. Inoltre, qualsiasi atto di disposizione eventualmente compiuto sul bene non pregiudicherà il diritto del creditore di soddisfarsi sullo stesso con prelazione (c.d. *diritto di seguito*)⁶⁹.

La situazione sarà dunque gestita in tale maniera: per prima cosa verrà separato il bene vincolato dal patrimonio generico e venduto; qualora poi la somma risultante dalla vendita non fosse sufficiente a soddisfare integralmente il credito garantito, il soggetto privilegiato concorrerà per il residuo con gli altri creditori non garantiti (o *chirografari*)

⁶⁶ Si fa riferimento al c.d. *beneficio di escussione* ex art. 1944.2 cod. civ.

⁶⁷ Più precisamente, sul ricavato della vendita dello stesso a seguito di esecuzione forzata. Si vedano artt. 2808 cod. civ. e 510 c.p.c.

⁶⁸ Caratteristiche comuni rinvenute nell'*ipoteca* (2808ss. cod. civ.), nelle *secured claims* (§ 506 U.S. Code, Title 11), nella *Grundschild* (§ 1191ss. BGB) e nella *hypothèque* (2393ss. Code Civil).

⁶⁹ Per la normativa si vedano note 66 e 67.

sul restante patrimonio generico. Se invece i proventi della vendita eccederanno l'ammontare del credito, il resto della somma tornerà nel patrimonio del debitore e sarà destinato alla soddisfazione della generalità dei creditori.

Quindi, nel caso lo stesso debitore abbia più creditori, di cui alcuni privilegiati e altri no, i primi godranno della preferenza (c.d. *prelazione*) loro accordata dal debitore, mentre i secondi dovranno accontentarsi di escutere il patrimonio residuo dopo la separazione dei beni vincolati.

È dunque possibile osservare, in conclusione, come le garanzie reali sugli immobili presentino un duplice vantaggio: da un lato offrono una maggiore probabilità di recupero del credito, offrendo al titolare del diritto una forma di soddisfazione alternativa qualora il debitore si riveli insolvente; dall'altro, in caso di concorso, permettono al creditore garantito di soddisfarsi su una porzione del patrimonio in maniera esclusiva (come visto sopra), ponendolo così in una posizione di favore rispetto a quella dei chirografari, motivo per cui vengono definiti "prelatizi" (o *senior*, nella *common law*).

1.5 L'interazione fra debitore e classi di creditori nelle procedure concorsuali

Introdotti gli strumenti di risoluzione della crisi e le classi di creditori, si illustra ora sinteticamente l'interazione che si viene a creare fra le varie parti in gioco (debitore, creditori chirografari e prelatizi) all'interno delle procedure di risoluzione della crisi d'impresa.

a) Creditori e debitori nella liquidazione

Si riprende in esame il primo istituto di cui si è parlato nel par. 1.3: la liquidazione.

L'apertura di questo tipo di procedura, a seconda dell'ordinamento, può avvenire sia ad opera del debitore, che dei creditori, che dalle autorità pubbliche⁷⁰. Una volta

⁷⁰ Si veda art. 37 D.Lgs. 14/2019 per la normativa italiana e § 303 U.S. Code, Title 11 per gli USA.

presentata questa, è prevalentemente l'autorità giudiziaria a gestire la procedura, solitamente attraverso la nomina di un esperto⁷¹. Questi si occuperà, sotto la vigilanza del giudice, di gestire i beni con lo scopo di massimizzare il ricavato della vendita finale⁷², che sarà poi distribuito ai creditori.

Similmente alle modalità presentate per le persone fisiche, in questo procedimento i creditori garantiti hanno il diritto di soddisfarsi con preferenza sui proventi della vendita dei beni vincolati (fino alla concorrenza con l'ammontare totale del credito): ciò significa che, anche in questa sede, il bene su cui è costituita la garanzia viene separato dal resto del patrimonio e destinato esclusivamente alla soddisfazione del prelatizio⁷³. Come nelle esecuzioni individuali poi, il creditore garantito concorrerà con i chirografari per la soddisfazione dell'importo residuo o viceversa il *surplus* generato dalla vendita andrà a confluire nel patrimonio generale e sarà destinato alla soddisfazione della generalità dei creditori (c.d. *chirografari* o *junior*)⁷⁴.

Infine, nella non comune eventualità in cui tutti i creditori vengano interamente soddisfatti dal ricavato delle vendite e vi sia ulteriore denaro residuo, questo verrà riassegnato al debitore.

Semplificando, si potrebbe sintetizzare la gerarchia nella distribuzione dei proventi della liquidazione nel seguente modo: prima i *prelatizi*, poi i *chirografari*, infine il debitore.

Non si notano dunque grandi differenze rispetto all'ordine di soddisfazione dei creditori nel regime delle esecuzioni individuali.

b) Creditori e debitori nella ristrutturazione con vaglio giudiziale

Più complessa è invece la situazione per quanto concerne la ristrutturazione con vaglio dell'autorità giudiziaria.

⁷¹ *Trustee* nella common law (§ 701ss e § 1104ss U.S. Code, Title 11), *curatore* (art. 125ss. D.Lgs. 14/2019) nell'ordinamento italiano.

⁷² Per la normativa si veda nota precedente.

⁷³ Si vedano art.153 D.Lgs. 14/2019 e §726 U.S. Code, Title 11.

⁷⁴ Artt. 153 e 221 D.Lgs. 14/2019; §726 U.S. Code, Title 11.

A differenza di quanto avviene per la liquidazione, qui la fase giudiziale costituisce solo una parte dell'intera operazione, in quanto molto spesso l'apertura del procedimento è preceduta da uno stadio iniziale di consultazioni fra creditori e debitore. Alcuni studi evidenziano difatti come i contatti fra le parti volti a determinare la modalità di risoluzione della crisi siano consequenziali a violazioni delle clausole contrattuali concernenti il rimborso delle linee di credito⁷⁵. A fronte all'inadempimento, i finanziatori raccolgono informazioni più dettagliate sulla parte debitrice ed effettuano valutazioni in merito alle strategie adottabili⁷⁶: oggetto di analisi saranno lo stato di salute dell'impresa, le sue prospettive future e quale possa essere, nella situazione specifica, l'opzione più efficiente per il recupero del credito. L'esito di queste valutazioni condurrà le parti alla scelta fra una risoluzione della crisi puramente negoziale⁷⁷, quindi tramite una nuova pattuizione, o una più tutelata e dunque con vaglio giudiziale (come le procedure di cui occuperemo nel presente elaborato). Senza la pretesa di fornire un'analisi completa, si osserva come i dati riportino un più frequente ricorso alle procedure a carattere misto pubblico-privato in caso di deterioramenti patrimoniali più accentuati, in conseguenza della necessità del debitore di usufruire delle maggiori tutele offerte da questo tipo di istituti⁷⁸.

L'attenzione del presente elaborato si concentrerà su quest'ultima casistica.

Prima dell'inizio della procedura lo scenario si presenterà dunque come segue: l'impresa, a causa di difficoltà temporanee di vario tipo⁷⁹, rischia di versare in stato di

⁷⁵ Si veda a in proposito G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance and Firm Value*, op. cit.

⁷⁶ *Ibid.* si evidenzia come, al verificarsi di un inadempimento contrattuale, i creditori tendano ad avviare negoziazioni con il debitore al fine di ridiscuterne le strategie operative. I rimedi giuridici potenzialmente esperibili (sia su base contrattuale che legislativa) a fronte di tale inadempimento vengono utilizzati come "punti di pressione" per spingere il debitore ad aderire alle modifiche proposte.

⁷⁷ *Ibid.* gli autori riferiscono che spesso le suddette negoziazioni conducono effettivamente alla modifica delle strategie imprenditoriali del debitore, sancendo dunque la riuscita di questi tentativi negoziali di *corporate turnaround*.

⁷⁸ Per un riscontro statistico, A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA E G. RODANO, *Strumenti negoziali*, op. cit. Per un'analisi approfondita delle ragioni che spingono l'imprenditore a scegliere l'una o l'altra tipologia di risoluzione della crisi si veda K. YOST, *The Choice Among Traditional Chapter 11, Prepackaged Bankruptcy, and Out-of-Court Restructuring*, ETD Collection for Purdue University, 2002.

⁷⁹ Per una classificazione delle principali cause della crisi si veda G. SIRLEO, *Crisi d'impresa e piani di ristrutturazione*, op. cit., pp. 15-34.

insolvenza. I creditori, dopo aver raccolto informazioni sul debitore, aver analizzato la situazione ed aver svolto le rispettive valutazioni, acconsentono ad intraprendere la strada della ristrutturazione con vaglio giudiziale, in quanto, pur non avendo raggiunto un accordo stragiudiziale o non ritenendo adeguata la soluzione privatistica, ritengono che l'impresa debitrice, una volta eliminate le cause di difficoltà temporanea, riacquisterebbe la capacità di produrre utili e dunque di ripagare i propri debiti.

Data l'esistenza di simili aspettative, si avvierà la fase giudiziale dell'operazione.

La procedura si apre tramite la presentazione della richiesta all'autorità giudiziaria competente da parte del debitore (o dei creditori, a seconda dell'ordinamento⁸⁰). Accertata la sussistenza dei requisiti necessari per l'ammissione alla procedura⁸¹, il giudice autorizzerà il debitore a negoziare con i creditori un piano di ristrutturazione finanziaria per poi sottoporlo al voto degli stessi entro un certo termine⁸².

Le parti intavoleranno così le trattative per le rispettive distribuzioni⁸³.

Come anticipato nel paragrafo 1.4, è possibile che un debitore abbia creditori che detengono diritti di diverso tipo: sarà in tal caso possibile tenerne conto nella stesura del piano di ristrutturazione e dividere i titolari delle pretese in classi, per ognuna delle quali sarà specificato il trattamento economico⁸⁴. La suddivisione in classi, tuttavia, può essere

⁸⁰ In Italia solo il debitore può domandare l'ammissione al concordato; diversamente avviene invece negli USA, in cui la domanda può essere presentata anche dai creditori. Normativa richiamata in nota 70.

⁸¹ Specificati all'art. 85 D.Lgs. 14/2019 in Italia e alla §301 U.S. Code, Title 11 in USA.

⁸² In Italia il D.Lgs. 14/2019 fissa i termini in: 60 giorni per il deposito del piano dal momento di presentazione della domanda di ammissione al concordato (art. 44), seguito da un termine discrezionale assegnato dal giudice entro il quale devono essersi concluse le operazioni di voto (art. 47). Negli USA invece i termini sono i seguenti: il piano può essere presentato esclusivamente dal debitore (cd *exclusivity period*) entro 120 giorni dall'apertura della procedura, esauriti i quali anche i creditori potranno depositare proposte concorrenti; ad ogni modo il voto sul piano depositato dal debitore deve avvenire entro 180 giorni dall'apertura del procedimento (vedi §1121), altrimenti i creditori avranno l'opportunità di presentare progetti alternativi.

⁸³ Esiste l'eventualità, non rara peraltro, che queste siano già state concluse positivamente prima dell'apertura formale del procedimento e che dunque il piano di ristrutturazione venga presentato contestualmente alla "domanda di ammissione" alla procedura: si tratta dei cd *pre-packaged plans*, ossia piani già negoziati fra debitore e creditori che necessitano unicamente dell'autorizzazione formale del giudice. Da G. GERMAIN, *Bankruptcy Law and Practice*, CALI eLangdell Press, U.S.A., 2018, pp. 352-373.

⁸⁴ Previsioni ex art. 85.3 D.Lgs. 14/2019 e §1123 U.S. Code, Title 11.

utilizzata non solo per raggruppare una medesima tipologia di posizioni giuridiche, ma anche crediti che rappresentino interessi economici omogenei.

Il numero e le caratteristiche delle categorie variano perciò di procedura in procedura, in base alla tipologia di crediti specificamente coinvolti; fra queste le più comuni sono: prededucibili e categorie privilegiate (es. spese necessarie per l'espletamento della procedura stessa, Erario, lavoratori); finanziatori con garanzie reali sugli immobili (istituti di credito, possessori di titoli garantiti); fornitori garantiti; chirografari (istituti di credito, fondi di investimento; fornitori non garantiti); creditori subordinati (possessori di titoli, fondi di investimento)⁸⁵.

Le varie classi di creditori negozieranno con il debitore cercando ognuna di recuperare la massima percentuale possibile del credito originario, per quanto permesso dalla rispettiva posizione contrattuale⁸⁶.

Il debitore, dal canto suo, proporrà ai creditori di rinunciare al pagamento integrale e/o immediato dal proprio credito, permettendo così all'impresa di riassetarsi (eventualmente sfruttando anche nuove fonti di finanziamento, esplicitate nel piano⁸⁷), e accettare in cambio un pagamento procrastinato e/o ridotto e/o in forma differente⁸⁸.

Il pagamento del debito può avvenire infatti anche in forme alternative al denaro liquido (che in questa fase potrebbe essere carente): il debitore potrebbe invitare i creditori a scambiare tutto o parte dell'importo del proprio credito con equivalenti *stock* di titoli azionari o altri strumenti finanziari, mutando così le caratteristiche dell'investimento iniziale e offrendo dunque una maggiore redditività a fronte di un maggior rischio. Un tale cambiamento, però, implicherebbe anche la cessione di un certo grado di controllo sull'impresa.⁸⁹

⁸⁵ Così in A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA E G. RODANO, *Strumenti negoziali*, op. cit.

⁸⁶ Ampio spazio nel prosieguo dell'elaborato è riservato all'analisi delle posizioni negoziali dei vari attori coinvolti nella ristrutturazione.

⁸⁷ L'art. 87 del D.Lgs. 14/2019 ne prevede la specifica esplicitazione all'interno del piano.

⁸⁸ Si conferma dunque la definizione di ristrutturazione richiamata in nota 50.

⁸⁹ Nell'eventualità in cui il piano preveda la cessione di quote azionarie ai creditori, una corrispondente quota di diritti di voto passerebbe ai nuovi titolari, a meno che non siano previste limitazioni statutarie in tal senso (si veda, per esempio, l'art. 2351 cod. civ.).

Altre pratiche diffuse sono che il debito venga compensato in forma liquida, ma solo in parte, o che in cambio di una determinata pretesa vengano offerti diritti d'opzione⁹⁰ per l'acquisto dei titoli azionari dell'impresa riorganizzata.

Queste dunque le tipologie più comuni di compensazione nell'ambito dei piani di ristrutturazione.

Una volta negoziata l'allocazione delle risorse e predisposto il piano, questo deve essere sottoposto all'approvazione di tutti i creditori i cui diritti sono modificati dalle previsioni dello stesso, secondo un meccanismo di voto a maggioranza che tiene conto dell'esistenza delle diverse classi⁹¹. È frequente, infatti, che le normative nazionali richiedano uno specifico *quorum* di consensi: non è sufficiente la semplice maggioranza calcolata sul totale degli importi dovuti (50% + 1 del debito complessivo); bensì è necessaria l'approvazione di una frazione maggioritaria di tutte le classi di creditori, computando l'approvazione del piano da parte della maggioranza interna dei crediti come voto favorevole della classe intera⁹².

Qualora il progetto venga approvato dalla totalità delle classi, lo stesso passerà al vaglio finale dell'autorità giudiziaria, che ne verificherà il rispetto delle norme di quel particolare ordinamento e, in caso di esito positivo, lo renderà esecutivo. Una volta reso esecutivo, il piano avrà efficacia nei confronti di tutti i creditori e le rispettive pretese saranno rimodulate come ivi previsto (vincolando anche chi ha espresso voto contrario).

Anche qualora l'esito finale della procedura sia l'omologazione del piano, vi sono delle eventualità, legate al dissenso di alcuni creditori, che meritano di essere approfondite.

⁹⁰ L'utilizzo di questi strumenti nelle ristrutturazioni è oggetto di grande attenzione da parte della comunità accademica, essendo stato protagonista di numerose proposte di modifica alla disciplina vigente negli USA. Tale aspetto verrà approfondito nei prossimi capitoli.

⁹¹ Artt. 107 ss. D.Lgs. 14/2019 e §1126 US Code, Title 11.

⁹² In Italia l'art. 109 D.Lgs. 14/2019 richiede che siano contemporaneamente raggiunte le maggioranze di 50%+1 dell'importo totale dei crediti e 50%+1 delle classi; in U.S.A. le §§1126, 1129 richiedono l'approvazione di tutte le classi con doppia maggioranza interna: 2/3 dell'importo totale dei crediti e il 50%+1 dei titolari ammessi al voto. Per bilanciare il quorum particolarmente elevato è tuttavia previsto il potere giudiziale di *cram down*.

La prima riguarda la circostanza piuttosto comune in cui, indipendentemente dal fatto che si siano raggiunti o meno i *quorum* necessari all'approvazione (e dunque raggiunte tutte le maggioranze interne), vi siano stati una soglia rilevante di voti contrari⁹³. In tal caso, l'autorizzazione all'esecuzione del piano sarà condizionata ad una verifica, da parte del giudice, concernente il trattamento economico riservato al dissenziente. Questo tipo di controllo, che prende il nome di "*best-interest-of-creditors test*", richiede di accertare che le utilità destinate alle parti non favorevoli alla ristrutturazione non siano inferiori a quelle che avrebbero ricevuto in sede liquidatoria. In assenza di censure riguardo a questo aspetto, il piano potrà essere omologato⁹⁴.

Seconda ipotesi è invece quella in cui vi siano una o più classi di creditori dissenzienti (cioè al cui interno non siano state raggiunte le maggioranze di cui sopra), e che ciò abbia impedito di raggiungere il *quorum*.

Se relativamente allo scenario precedente si riscontrava una tendenziale armonia fra gli ordinamenti nel gestire la problematica, qui invece i percorsi dei vari legislatori nazionali divergono.

L'Italia, ad esempio, non ha previsto nessun istituto specifico per il superamento della mancata approvazione da parte di alcune classi: il nuovo codice della crisi prevede infatti che qualora non si raggiungano le maggioranze richieste (si veda sopra), si aprirà la liquidazione⁹⁵.

In altri paesi (come negli USA), è invece previsto che, al verificarsi di una simile circostanza, la Corte possa esercitare il potere di "*cram down*" e procedere comunque all'omologazione del piano superando il dissenso di una o più classe di creditori⁹⁶. Tale facoltà è però subordinata al rispetto di precisi requisiti da parte del piano presentato. Non è più sufficiente solo il rispetto del *best-interest-of-creditors test* (che comunque è

⁹³ In Italia fissata dall'art. 112.1 D.Lgs. 14/2019 al venti per cento dell'importo totale dei crediti in caso di classe singola; è sufficiente invece una classe dissenziente in caso siano previste più classi. Negli USA la §1129(a) Title 11, U.S. Code fissa la soglia rilevante ad un singolo creditore dissenziente.

⁹⁴ Si veda nota precedente per riferimenti normativi.

⁹⁵ Art. 111 D.Lgs. 14/2019.

⁹⁶ L'ordinamento può comunque stabilire dei limiti alla possibilità di utilizzo del *cram down*: in USA ad esempio, la §1129(a) Title 11, U.S. Code prescrive che almeno una classe non soddisfatta integralmente (*impaired*) debba aver accettato "spontaneamente" il piano perché questo possa essere autorizzato dal giudice.

richiesto), bensì vi sono degli ulteriori parametri da soddisfare, il cui scopo è assicurare che le disposizioni del piano di cui si chiede l'omologazione siano *equi* nei confronti delle classi dissenzienti: il primo richiede che ad ogni classe di creditori non vengano assegnate utilità per un valore superiore a quello del proprio credito; il secondo, che a nessuna classe di pari grado gerarchico rispetto alla dissenziente sia riservato un trattamento migliore di quest'ultima; il terzo, principale oggetto d'interesse dell'elaborato, stabilisce che prima di assegnare una qualsiasi forma di utilità ad una categoria gerarchicamente inferiore rispetto alla dissenziente, la sovraordinata dovrà essere stata soddisfatta secondo determinati parametri (differenti in base all'ordinamento preso in esame)⁹⁷. Questi, come vedremo nel capitolo successivo, possono variare in base alle singole categorie coinvolte, ma merita accennare che esiste un'impostazione tendenzialmente dominante nelle giurisprudenze e nelle normative dei paesi dotati di un simile istituto, riguardo la misura in cui debbano essere soddisfatte le pretese creditorie prima che si possa elargire ricchezza alle varie categorie degli azionisti (nel caso ve ne sia più di una): essa postula la necessità (ai fini dell'esercizio del *cram down*) che siano integralmente compensati i creditori, prima di poter autorizzare la distribuzione di qualsiasi tipo di utilità al debitore. Tale approccio è denominato *Absolute* (o *Strict Priority Rule*).

Senza voler anticipare temi che saranno più diffusamente trattati in seguito, si può dire che, salvo specifiche eccezioni ⁹⁸, la regola della *priorità assoluta* trapianti nell'ambito delle ristrutturazioni uno schema di distribuzione simile a quello esistente nelle procedure liquidatorie: prima le utilità vengono assegnate ai creditori fino a concorrenza dei rispettivi crediti e dopo, nel caso vi siano risorse residue, si procederà alla distribuzione presso gli azionisti.

La *APR*, come si può notare analizzandone il funzionamento, non è inderogabile; al contrario, entra in funzione "su richiesta", cioè solo qualora almeno una classe di creditori non si ritenga adeguatamente soddisfatta dal progetto e il suo proponente ne richieda

⁹⁷ Si veda §1129(b) Title 11, U.S. Code per la normativa statunitense.

⁹⁸ Ci si riferisce in particolare alla c.d. *new value exception*, di cui si tratterà approfonditamente nel capitolo 2.

comunque la conferma. Dato questo suo carattere dispositivo, si potrebbe essere indotti a pensare che il suo ambito di efficacia sia limitato ai casi in cui una categoria dissenziente ne imponga l'applicazione. Tuttavia, così non è.

Come si vedrà meglio nei capitoli seguenti, la *APR* proietta un cono d'ombra sulla fase negoziale della ristrutturazione, generando incentivi di vario tipo rispetto alle diverse categorie di interessi coinvolti. È proprio a causa di questo riscontro empirico che la norma suscita da tempo l'interesse della dottrina (dei paesi in cui è vigente), formando oggetto di dibattito e ispirando, a volte, anche proposte alternative.

Senza voler ulteriormente approfondire questa analisi (che troverà adeguato spazio più avanti), merita soffermarsi su un'ultima contestualizzazione prima di rivolgere l'attenzione all'oggetto dell'elaborato.

1.6 Le dimensioni delle imprese in ristrutturazione

Le ristrutturazioni del debito con vaglio giudiziale non sono parimenti utilizzate, in caso di crisi, da tutti i tipi di imprese⁹⁹.

I dati offrono difatti lo spaccato di una realtà in cui la procedura è più frequentemente impiegata dalle imprese di grandi dimensioni, mentre per quanto riguarda le micro, piccole e medie, la scelta preponderante è costituita dalla liquidazione giudiziale¹⁰⁰.

Le ragioni di queste tendenze possono essere giustificate se si considerano i diversi contesti cui le rispettive dimensioni patrimoniali afferiscono.

⁹⁹ Alcune delle altre variabili rilevanti per la scelta della suddetta procedura sono: la necessità di una tutela giudiziaria più o meno accentuata, lo stato di salute del patrimonio, la potenziale redditività dell'impresa. Si vedano in proposito: par. 1.3 del presente capitolo; R. BLAZY, J. MARTEL, N. NIGAM, *Arbitrating between Renegotiation and Bankruptcy*, op. cit.; K. YOST, *The Choice Among Traditional Chapter 11*, op. cit.

¹⁰⁰ L'affermazione va letta nel seguente modo: comparando le tipologie di procedure concorsuali attivate rispettivamente da grandi aziende e PMI, si nota che, in percentuale, le prime ricorrono più frequentemente alle ristrutturazioni, mentre le seconde vengono spesso liquidate. Dati da A. BRIS, N. ZHU, *The costs of bankruptcy*, op. cit.; A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA, G. RODANO, *Strumenti negoziali*, op. cit.

Nel caso delle attività con valore patrimoniale non elevato, spesso i creditori reputano più conveniente liquidare i beni dell'impresa piuttosto che intraprendere una ristrutturazione. Le ragioni di questa scelta sarebbero da ricondurre, secondo recenti studi, al ridotto importo dei crediti detenuti dai finanziatori (naturale conseguenza del modico valore complessivo dell'azienda stessa). Poiché, come già esposto nel paragrafo 1.3, la procedura di ristrutturazione comporta ingenti spese (sia preliminari che inerenti allo svolgimento della stessa), il cui costo viene in definitiva sopportato dagli *assets* aziendali residui, risulta più conveniente rinunciare alla conservazione del patrimonio immateriale dell'impresa piuttosto che sottrarre ulteriore valore ad un attivo patrimoniale già poco abbondante¹⁰¹.

La decisione “individualmente razionale” che il creditore prende nello scegliere quale strumento utilizzare per la soluzione della crisi nel caso delle micro, piccole e medie conduce però ad un esito inefficiente per la collettività. La gran parte dei soggetti economici del suddetto tipo, infatti, è caratterizzato da una forte commistione proprietà – *management*: i fornitori di capitale di rischio hanno spesso relazioni personali forti (di parentela, affettività, amicizia) col soggetto che amministra l'impresa, se non sono addirittura coincidenti. Ciò implica che una discreta parte del valore dell'impresa risiede nella capacità di queste figure di esercitare una corretta gestione e valorizzare il complesso produttivo tramite le proprie capacità personali.¹⁰² Più che mai in queste aziende, dunque, una soluzione della crisi di tipo conservativo sarebbe opportuna al fine di non dissipare il surplus di risorse offerto dalla prosecuzione dell'attività.¹⁰³

Per ovviare a questo problema sono state di recente introdotte novità normative negli USA. I tempi sono prematuri per stendere un bilancio, ma l'intervento legislativo è degno di nota e verrà analizzato nel prosieguo dell'elaborato.

¹⁰¹ Così in AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, *Commission to Study the Reform of Chapter 11 (2012-2014)*, U.S.A., 2014, pp. 275 ss.

¹⁰² F. CIAMPI, *Fondamenti di economia e gestione delle imprese*, Firenze University Press, Firenze, 2004, pp. 355-360.

¹⁰³ Si veda par 1.3.

Diverse le considerazioni da riferire ad una grande realtà imprenditoriale, sia per quanto concerne la scelta dell'istituto da utilizzare, che per la salvaguardia del valore d'avviamento.

Relativamente al primo aspetto, si nota che all'aumentare del volume di affari si accompagna una parallela crescita del valore delle pretese, il che rende più conveniente per i creditori sacrificare risorse per la valutazione delle prospettive dell'attività e per la negoziazione del piano. Tale investimento iniziale verrà ripagato dalla miglior valorizzazione dell'impresa che la ristrutturazione permette di effettuare e dunque dal maggior tasso di recupero del credito originario¹⁰⁴.

Trattando del secondo invece, è necessario focalizzarsi sulla struttura organizzativa dell'impresa. Più il valore economico cresce, più diventa importante adottare una *struttura organizzativa direzionale* posta in posizione intermedia fra il vertice imprenditoriale (rappresentato dalla proprietà) ed il sistema operativo. Parallelamente, anche l'assetto produttivo sarà oggetto di un processo di specializzazione e differenziazione dei compiti e delle responsabilità: si formeranno così vari "reparti" destinati allo svolgimento esclusivo di singole fasi del ciclo di produzione o di gestione¹⁰⁵.

Il passaggio da una struttura operativa fluida e accentrata ad una maggiormente stabile e decentrata, avrà due conseguenze rispetto alle circostanze di cui abbiamo trattato finora: la prima è la riduzione del coinvolgimento del vertice imprenditoriale nella gestione dei processi operativi, con conseguente delega di responsabilità e mansioni a figure professionali qualificate¹⁰⁶. Emblema di tale transizione è la presenza di professionisti del *management* (*amministratori delegati* o *CEO*) alla guida delle grandi realtà aziendali, indice della compiuta separazione (formale) fra proprietà e gestione.

La seconda, invece, è una conseguenza della progressiva delega di mansioni e responsabilità gestionali ai ruoli intermedi di cui sopra e fa sì che il patrimonio immateriale dell'impresa (relazioni commerciali, *know-how* ecc...) si vada legando a tali figure via via che la struttura operativa¹⁰⁷ va definendosi e articolandosi.

¹⁰⁴ Si veda par. 1.3.

¹⁰⁵ F. CIAMPI, *Fondamenti di economia e gestione delle imprese*, op. cit., pp. 355-360.

¹⁰⁶ F. CIAMPI, *Fondamenti di economia e gestione delle imprese*, op. cit., pp. 355-360.

¹⁰⁷ *Ibidem*.

Per fornire un esempio di immediata comprensione sull'incidenza di questo secondo fenomeno prendiamo il caso dell'assunzione del personale. Se in un'azienda con 8-10 dipendenti emerge la necessità di assumere un nuovo lavoratore, è possibile che il titolare intervenga attivamente nel processo di selezione (dai colloqui alla contrattualizzazione), anche se verosimilmente non lavorerà fianco a fianco al neoassunto: ciò gli permetterà di arricchire il capitale umano dell'impresa scegliendo i professionisti più adeguati. Questa eventualità diventa più inverosimile man mano che l'azienda si ingrandisce e che i compiti vengono suddivisi fra i reparti: in una realtà che conta 40-50 dipendenti è molto più probabile che la selezione avvenga tramite un'apposita figura professionale (o comunque un soggetto diverso dall'amministratore) e che dunque la valorizzazione del capitale umano dipenda da risorse già incorporate all'interno dell'impresa, autonome nello svolgimento del proprio compito rispetto al vertice. Lo stesso esempio può essere replicato facilmente per altre componenti del patrimonio immateriale (*know-how*, relazioni commerciali ecc...), che partecipano a questo processo di specializzazione man mano che l'impresa va strutturandosi.

Alla luce di quanto premesso, si sceglie perciò di analizzare separatamente l'operatività della *APR* nelle due tipologie di realtà imprenditoriali: da una parte, le micro, piccole e medie imprese; dall'altra, le grandi.

Appendice al capitolo 1

L'andamento economico negativo e le sue fasi: un'esemplificazione schematica

Al tempo iniziale T_0 l'imprenditore (o i soci) investe la somma $C = 30\text{€}$ a titolo di capitale di rischio e contrae 3 prestiti $D_1 = 30\text{€}$; $D_2 = 30\text{€}$; $D_3 = 30\text{€}$. Questi, sommati fra loro, costituiscono il capitale complessivo di debito $D = D_1 + D_2 + D_3 = 90\text{€}$. I tre debiti andranno rispettivamente saldati alla chiusura degli esercizi T_1 , T_2 e T_3 .

Il *business plan* elaborato dall'imprenditore e sottoposto ai finanziatori all'atto della stipula dei contratti, prevede l'investimento immediato di tutto il capitale ($C + D = 120\text{€}$)

al tempo T_0 per generare un ricavo (R_n) medio di 40€ alla chiusura T_n di ogni esercizio: ciò permetterebbe di soddisfare i creditori alle rispettive scadenze e di recuperare interamente il capitale iniziale C al tempo T_3 .

Ogni ciclo per essere considerato positivo dovrà produrre un ricavato $T_n > C/3 + D_n$. Questo perché, per rispettare le previsioni iniziali, al termine di ogni periodo T_n , l'impresa dovrà essere in grado di, nell'ordine, adempiere alle obbligazioni contratte e recuperare una porzione dell'investimento iniziale alla chiusura. L'eventuale differenza $T_n - (C/3 + D_n) = G_n$ sarà il guadagno dell'esercizio.

Se tutti e 3 gli esercizi avranno cicli positivi, al tempo T_3 l'impresa avrà prodotto un ricavo complessivo $R > D + C$ e un guadagno complessivo $G = R - (D+C)$.

Per esemplificare l'andamento negativo sopra delineato, si ponga che alla chiusura T_1 del primo esercizio, l'impresa abbia prodotto un ricavo $R_1 = D_1$, cioè un risultato appena sufficiente a ripagare il primo debito alla scadenza. Si registra dunque una perdita e la prima frazione di capitale di rischio $R/3$ risulta non recuperata. L'impresa è in fase di *declino*, secondo la definizione che ne abbiamo fornito poc'anzi, dunque la sua immagine comincia a deteriorarsi e il suo valore di mercato scende.

Si ponga ora che, alla seconda chiusura T_2 , l'imprenditore ottenga un ritorno economico anche peggiore del primo, cioè $0 < R_2 < D_2$, ad esempio 10€. La ricchezza prodotta non permette di soddisfare il debito D_2 alla scadenza, dunque la situazione attuale può essere qualificata come *crisi*, in questo caso nella sua manifestazione più palese, cioè l'insolvenza.

Si ipotizzi però che l'imprenditore, attendendosi un ricavo fortemente positivo nel terzo ciclo T_3 , tale da permettergli il rimborso di entrambi i debiti rimanenti, sia riuscito a convincere il secondo creditore, titolare di D_2 , a prolungare i termini del prestito fino al tempo T_3 , in cambio di una maggiorazione "x" dell'importo della somma da restituire. D_2 diventa dunque $D_2 + x$ (per esempio 40€) e verrà rimborsato a T_3 : non ci sono debiti da pagare a T_2 e dunque non si manifesta l'insolvenza.

Portando a termine questo sintetico esempio, fissiamo l'ultimo ricavo $R_3 < D_3$ a 15€.

A T_3 si stima il valore complessivo dell'impresa che, a causa della scarsa redditività non è pari all'investimento iniziale di 120€, ma è sceso, secondo la valutazione di

mercato attuale, a 40€. Arriviamo dunque all'ultima chiusura con due debiti rimanenti dal valore complessivo $[(D_2 + x) + D_3] = 70\text{€}$ ed un valore totale delle attività di $40 + R_2 + R_3 = 65\text{€}$. L'impresa in questo caso è in dissesto.

CAPITOLO 2 - STORIA DELLA “ABSOLUTE PRIORITY RULE” E DELLA “NEW VALUE EXCEPTION”

Nel capitolo precedente si è introdotto il funzionamento dell'*absolute priority rule*¹⁰⁸, nel presente, invece, se ne indagheranno la radici storiche. Seguirà una simile esposizione per quanto riguarda la deroga-corollario della *APR*, cioè la *new value exception*¹⁰⁹.

2.1. Storia della absolute priority rule

2.1.1. Il contesto storico: l'industria ferroviaria del XIX secolo

La storia della *APR* inizia negli USA (sistema di *common law*), negli ultimi anni del XIX secolo. Il contesto storico-economico di riferimento è quello della Rivoluzione industriale: il periodo in questione segnò l'avvento del capitalismo moderno e fu connotato da un grande fermento imprenditoriale. Ne derivarono una ampia necessità di capitali da investire e il conseguente sviluppo dei mercati finanziari.

Le imprese cominciarono a crescere, sia in numero che in dimensione, e conseguentemente aumentarono anche i fallimenti (che si è visto essere accadimenti fisiologici in un'economia di mercato), che giunsero progressivamente a coinvolgere un numero sempre maggiore di soggetti, sia dal lato delle parti *interessate* “in senso stretto” (debitori e *stakeholders* aziendali), che da quello delle figure professionali incaricate di gestirli (consulenti di parte e autorità giudiziarie). Divenuta, perciò, la crisi d'impresa un fenomeno piuttosto diffuso, anche la comunità giuridica dell'epoca iniziò ad interessarsene.

I fallimenti venivano storicamente gestiti tramite liquidazione¹¹⁰, ma in questo periodo storico cominciarono a diventare frequenti le riorganizzazioni, specialmente nel

¹⁰⁸ D'ora in poi abbreviata in *APR*.

¹⁰⁹ D'ora in poi abbreviate in *NVE*.

¹¹⁰ L. E. LEVINHAL, *The Early History of Bankruptcy Law*, in *University of Pennsylvania Law Review*,

settore ferroviario. Esistono delle ragioni precise per cui l'istituto trovò terreno fertile e si sviluppò proprio in quell'ambito economico: si ritiene opportuno esaminarle.

Le ferrovie americane della seconda metà dell'Ottocento furono le prime grandi *corporations* statunitensi¹¹¹: collegavano tutte le parti degli Stati Uniti e rivoluzionarono completamente le abitudini di vita delle persone.

La peculiarità di queste imprese è che, pur essendo costituite in forma di società private, fornivano un servizio di pubblica utilità: per tale ragione, vi era un preminente interesse collettivo alla continuità dello stesso, che, insieme ad altri fattori, permise a moltissime aziende in crisi di essere ristrutturate anziché liquidate¹¹².

Fra il 1865 e il 1890 esse conobbero un periodo di grande crescita, talvolta anche in modo incontrollato; poi, nei primi anni '90, gli USA affrontarono una delle peggiori recessioni economiche della loro storia e la loro fortuna subì un brusco rallentamento¹¹³. Il ciclo negativo, unito all'eccessivo ottimismo che la rapida crescita delle ferrovie avevano instillato nei mercati finanziari, condusse buona parte delle società ferroviarie a versare in stato di insolvenza alla metà degli anni '90¹¹⁴.

Il fallimento di una ferrovia presentava delle caratteristiche ricorrenti, una legata alla tipologia di beni costituenti il patrimonio aziendale, l'altra inerente alla funzione pubblica dell'attività economica, che di fatto imponevano ai creditori la ricerca di una soluzione alternativa rispetto alla tradizionale liquidazione fallimentare.

1918, Vol. 66, pp. 223-250.

¹¹¹ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, Foundation Press, 3rd edition, New York, 2001, pp. 62-74.

¹¹² A. MARTIN, *Railroads and the Equity Receivership: An Essay on Institutional Change*, in *The Journal of Economic History*, 1974, Vol. 34, No. 3, pp. 685-709.

¹¹³ The Library of Congress, *Rise of an industrial America, 1876-1900. Railroads in the Late 19th century*,

<http://www.loc.gov/teachers/classroommaterials/presentationsandactivities/presentations/timeline/riseind/railroad/>, ultimo accesso: 12.10 del 03/03/2020.

¹¹⁴ Le fonti riportano come più di un quarto delle ferrovie degli Stati Uniti versassero in stato di insolvenza durante questo periodo, talune anche più di una volta. Si vedano D. GROSS, *The bubbles that built America, The railroad*, in <https://money.cnn.com/galleries/2007/news/0705/gallery.bubbles/2.html> , ultimo accesso: ore 12.11 del 03/03/2020, e S. J. LUBBEN, *Railroad Receiverships and Modern Bankruptcy Theory*, in *Cornell Law Review*, 2004, Vol. 89, pp. 1420-1475.

Per quanto concerne la prima, si osserva come gran parte delle proprietà dell'impresa sia costituita da immobilizzazioni materiali aventi destinazione economica esclusiva (ad esempio, binari, semafori ecc...). Questo tipo di beni presenta due specificità cui è necessario prestare attenzione nell'effettuare la scelta di come risolvere la crisi: il primo è che tentare di venderli all'asta singolarmente porterebbe ad un realizzo economico molto basso, in quanto una vendita sarebbe ipotizzabile solo come complesso organizzato; il secondo è che, come si accennava sopra, si tratta di beni a destinazione economica esclusiva, cioè che possono essere utilizzati solo per far circolare treni e dunque non possono essere impiegati in settori diversi da quello ferroviario (a differenza, per esempio, degli immobili)¹¹⁵.

La seconda considerazione, invece, è relativa all'interesse pubblico intercettato da questo tipo di attività: poiché le ferrovie costituivano vie di comunicazione strategiche per l'intero Stato, il Governo federale aveva tutto l'interesse a non fermare la circolazione di merci e persone quotidianamente resa possibile dal trasporto su rotaia¹¹⁶. Bloccare i convogli a causa della liquidazione fallimentare avrebbe significato danneggiare l'economia di un territorio.

Ne consegue dunque che una vendita "atomistica" dei singoli beni non risultava conveniente né per i creditori, né per lo Stato, il cui interesse in tali vicende era quello di garantire la continuità dei trasporti.

Tali ragioni fecero sì che un'eventuale vendita di singole porzioni di beni all'asta non rappresentasse una soluzione conveniente; si cominciò allora ad avvertire l'esigenza di un istituto che permettesse di conservare l'unità del complesso produttivo anche qualora non vi fossero acquirenti esterni disposti a rilevare l'azienda nella sua integrità.

Il Congresso, in quanto legislatore federale, avrebbe avuto la competenza¹¹⁷ per rispondere a tale esigenza ed offrire nuovi strumenti di risoluzione della crisi d'impresa,

¹¹⁵ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹¹⁶ A. MARTIN, *Railroads and the Equity Receivership: An Essay on Institutional Change*, op. cit.

¹¹⁷ Si veda *U.S. Constitution*, art. 1, §8, cl. 4, per la fonte della competenza legislativa.

ma, non avendo colto tale opportunità fino al 1933¹¹⁸, toccò ai professionisti ed alle Corti colmare le lacune, basandosi sulla normativa esistente e sulla pratica degli affari.

Emerse così, in via di prassi, la riorganizzazione¹¹⁹, procedura che a livello sostanziale somigliava alle odierne ristrutturazioni (descritte nel capitolo 1.3), ma che dal punto di vista formale era ancora legata all'istituto delle vendite fallimentari. Di seguito la descrizione.

2.1.2. La riorganizzazione delle ferrovie tramite “*equity receivership*”

Solitamente, i casi di riorganizzazione delle ferrovie coinvolgevano pochi creditori chirografari e molti prelatizi¹²⁰.

Fra questi, i secondi erano generalmente detentori di obbligazioni, ognuna garantita da una determinata porzione di binari e intestata ad un investitore che poteva essere indistintamente piccolo o grande, residente in America o Europa¹²¹.

Come anticipato sopra, l'industria ferroviaria fu oggetto di un vero e proprio *boom* economico. Poiché per la costruzione delle relative infrastrutture erano necessari ingenti quantità di denaro, le grandi banche di investimento di Wall Street furono abili nel sollecitare l'afflusso di capitali anche dall'Europa, ponendosi come intermediari fra le aziende bisognose di liquidità e i risparmiatori desiderosi di investire in un settore economico in rapida espansione¹²².

Trattandosi delle prime grandi aggregazioni di capitale da parte di diversi attori, i contratti di investimento erano tipi di negozi non ancora compiutamente sviluppati e dunque molti termini degli stessi venivano lasciati in bianco o copiati dal settore delle

¹¹⁸ Il 15 dicembre di quell'anno il Congresso approverà infatti una serie di emendamenti al *Bankruptcy Act*, introducendo per la prima volta una disciplina federale per le ristrutturazioni aziendali a seguito di crisi. Si veda a tal fine la legge statunitense 66 del 1933: “*An Act to amend section ninety-one of, and to insert new sections fifty-seven a and one hundred and thirty a in, the Bankruptcy Act 1924-1932*”.

¹¹⁹ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹²⁰ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹²¹ A. D. CHANDLER JR., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1977, pp. 90-92.

¹²² *Ibidem*, pp. 90-92.

compravendite immobiliari¹²³: ciò spiega perché la gran parte dei creditori coinvolti erano titolari di obbligazioni garantite da beni materiali dell'azienda (cioè i binari e le relative pertinenze), le cui clausole contrattuali somigliavano a quelle di mutuo ipotecario.

La base legislativa sulla quale fu costruita la prassi che si andrà di seguito a descrivere era quella della c.d. *equity receivership*, una procedura che si potrebbe definire di “amministrazione controllata” dell'impresa in crisi: una volta accertato lo stato d'insolvenza della società in questione, la Corte competente per territorio nominava un *receiver* (figura simile a un *curatore fallimentare*) che avrebbe avuto il compito di amministrare i beni aziendali con la finalità di preservarli e valorizzarli al meglio in attesa della vendita giudiziaria¹²⁴.

I professionisti dell'epoca, cercando soluzioni efficienti nell'interesse esclusivo dei propri clienti, elaborarono una pratica che consisteva nel rinegoziare l'ammontare e le scadenze dei crediti fra debitori e finanziatori, permettendo eventualmente ai secondi di entrare nella compagine societaria in cambio di una parziale o totale rinuncia all'importo delle vecchie pretese, il tutto veicolato attraverso l'istituto esistente dell'*equity receivership*¹²⁵.

La procedura si svolgeva come segue.

Esempio

Si immagini un'impresa ferroviaria di inizio Novecento, il cui capitale di debito complessivo, superiore al valore aggregato dell'attivo patrimoniale, è detenuto in larghissima parte da creditori *senior* e in misura molto minore da *junior*.

All'epoca i titoli di credito con prelazione consistevano in obbligazioni di vario tipo, ognuna garantita da una differente porzione di beni aziendali, che nel complesso

¹²³ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹²⁴ A. MARTIN, *Railroads and the Equity Receivership: An Essay on Institutional Change*, op. cit.

¹²⁵ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

coprivano tutto il patrimonio della ferrovia. Il gruppo di chirografari aveva invece composizione più eterogenea: più titoli specifici, tutti diversi fra loro¹²⁶.

L'ipotetica impresa è insolvente e non può far fronte ai pagamenti in maniera integrale. Gli obbligazionisti, desiderosi di recuperare la maggior parte possibile del proprio investimento fallito, si rivolgono dunque ai loro avvocati e intermediari finanziari (erano questi ultimi a gestire le riorganizzazioni nell'interesse dei propri clienti) perché si adoperino in tal senso. Ricevuto l'incarico, costoro persuadono un qualsiasi creditore generale a rivolgersi alla Corte competente per ottenere l'apertura di un procedimento d'insolvenza e la conseguente nomina di un *receiver*.

In proposito, le fonti riportano che spesso, stante la particolare delicatezza del compito (era necessaria una buona esperienza di gestione aziendale nel settore dei trasporti), i giudici sceglievano il *receiver* fra i componenti del gruppo di manager-azionisti che aveva controllato la società sino all'apertura del fallimento¹²⁷.

Avviato il procedimento giudiziale, i consulenti delle parti procedono alla formazione di diversi comitati, ognuno in rappresentanza degli interessi di un certo gruppo di *stakeholders*: azionisti, creditori garantiti, chirografari ecc.

Ogni gruppo di delegati tenta poi di ottenere il deposito dei titoli presso di sé da parte della rispettiva categoria e di farsi conferire mandato per l'esercizio di tutti i diritti connessi. I tassi di rappresentanza dei comitati di investitori erano tendenzialmente molto alti: gestire le ristrutturazioni richiedeva competenze altamente specializzate, possedute da pochi all'epoca, e gli investitori delegavano volentieri tali problematiche a chi era professionalmente in grado di risolverle¹²⁸.

Ottenuta la delega da parte della quasi totalità degli obbligazionisti, i vari rappresentanti si riuniscono a loro volta per creare un "super-comitato", detto *di riorganizzazione*, nel quale siederanno i membri di tutti i sotto-comitati (il che fornirà al nuovo aggregato il potere di agire per conto di tutti i creditori aderenti), sia espressione dei creditori garantiti che dei vecchi proprietari. Il gruppo così formato controllerà dunque sia la stragrande maggioranza delle obbligazioni che delle azioni e potrà dunque

¹²⁶ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹²⁷ A. MARTIN, *Railroads and the Equity Receivership: An Essay on Institutional Change*, op. cit.

¹²⁸ D.G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

procedere alla stesura di un progetto di ristrutturazione, forte del sostegno di pressoché tutti i titolari di diritti esistenti.

Gli studi indicano che i piani dell'epoca solitamente prevedevano: per i creditori l'assegnazione delle nuove azioni della società riorganizzata e/o la modifica dei termini delle vecchie obbligazioni (ad esempio riduzione degli interessi o dilazione delle scadenze) o la sostituzione delle stesse con nuovi titoli dello stesso genere appositamente emessi; ai vecchi soci invece veniva offerta in esclusiva la possibilità di riacquistare una parte (o talvolta tutto) del nuovo capitale sociale in cambio di un conferimento, spesso in beni materiali¹²⁹, talvolta in patrimonio intangibile (*know-how*, reputazione, solidità finanziaria ecc¹³⁰).

Una volta trovato un compromesso soddisfacente fra rappresentanti di debitori e creditori, viene redatto il piano¹³¹, dopodiché il comitato di riorganizzazione contrae un prestito a breve termine, che servirà ad acquistare il patrimonio della vecchia società alla liquidazione giudiziaria prevista dalla legge federale¹³².

Il curatore effettua poi un'asta sostanzialmente fittizia in cui il comitato di riorganizzazione è l'unico offerente e la nuova liquidità, appena ottenuta, viene immediatamente impiegata per acquistare l'intera ferrovia dalla vecchia società debitrice¹³³.

Seguendo le regole imposte dalla suddetta procedura, il *receiver* provvede poi a distribuire il ricavato della vendita alla generalità dei creditori, in maniera proporzionale e secondo le cause di prelazione.

Come già esposto¹³⁴, nella liquidazione i proventi della vendita dei beni sottoposti a garanzia (nel caso immaginato, tutti quanti) vengono devoluti ai prelati fino a concorrenza dei rispettivi crediti, dunque, poiché nella realtà dei fatti il patrimonio delle ferrovie insolventi era costantemente inferiore all'ammontare complessivo dei crediti

¹²⁹ A. MARTIN, *Railroads and the Equity Receivership: An Essay on Institutional Change*, op. cit.

¹³⁰ L'elenco esemplificativo si riferisce in particolare alla vicenda *Case v. Los Angeles Lumber Products Co., Ltd.*, 308 U.S. 106 (1939), che sarà oggetto di analisi nel prosieguo del presente capitolo.

¹³¹ In forza delle deleghe concesse, il piano risultava automaticamente approvato da tutti coloro che avevano preventivamente conferito mandato all'esercizio dei diritti connessi al proprio titolo.

¹³² D.G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹³³ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹³⁴ Si veda paragrafo 1.4

garantiti, non residuava mai un *surplus* per i chirografari. Di conseguenza, il denaro veniva destinato soltanto ai prelatizi¹³⁵.

Le fonti riportano che fra costoro, invece, i proventi venivano ripartiti in maniera proporzionale, con la non trascurabile differenza che chi era rimasto fuori dal comitato di riorganizzazione veniva compensato solo con la porzione di ricchezza distribuita, mentre chi stava dentro usufruiva sia di questo magro “anticipo”, che delle nuove utilità assegnategli dal piano di riorganizzazione.

Concluso il procedimento di *equity receivership*, la vecchia società ha estinto, tramite la liquidazione, tutte le attività e le passività e il suo patrimonio è attualmente pari a 0; il comitato di riorganizzazione, invece, ha acquisito l'intero patrimonio libero da ogni gravame. I vecchi azionisti possono quindi procedere allo scioglimento (e conseguente estinzione) del vecchio ente¹³⁶.

I sostenitori della ristrutturazione posseggono ora tutti gli *assets* della ferrovia e la parte di proventi ricevuta dal curatore in sede di distribuzione post-vendita. Si può dunque costituire una nuova società e procedere all'esecuzione del piano: si trasferiscono in essa tutti i beni acquistati, si emettono i nuovi titoli come designato e si assegnano ai rispettivi titolari; infine, i vecchi soci effettuano i conferimenti promessi e si appropriano delle quote societarie loro riservate secondo il progetto di ristrutturazione¹³⁷.

L'ultimo passaggio era costituito dal rimborso del prestito bancario a breve termine contratto per acquistare la società all'asta. Poiché il comitato di riorganizzazione rappresentava la quasi totalità dei creditori, i fondi utilizzati per la compravendita sono tornati pressoché intatti agli stessi mutuatari. La parte dispersa (distribuita agli obbligazionisti non partecipanti) e gli interessi vengono reintegrati tramite i nuovi conferimenti effettuati dai vecchi soci, se in beni tangibili, o tramite le prime utilità disponibili¹³⁸: il prestito viene così rimborsato in breve tempo.

¹³⁵ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹³⁶ *Ibidem*.

¹³⁷ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹³⁸ *Ibidem*.

Si consideri ora il risultato pratico di questo elaborato procedimento.

Il vecchio gruppo di comando, mantenendo il controllo di tutto il processo, dall'apertura (cioè dalla nomina del *receiver*) alla chiusura (la vendita fittizia), finiva per conservare la proprietà dell'azienda ristrutturata¹³⁹: beneficiava quindi della riduzione del debito, in cambio di un nuovo conferimento relativamente modico rispetto all'ammontare complessivo dei crediti pregressi.

Per quanto riguarda gli obbligazionisti partecipanti invece, essi riuscivano a garantirsi una notevole percentuale di recupero del credito (e, a seconda dei casi, un maggiore grado di controllo sulla società). Entrambe le categorie, però, ottenevano tali risultati sottraendo risorse ai creditori non partecipanti¹⁴⁰.

Si nota come questa procedura produca delle disparità fra i vari attori di questa vicenda.

In primo luogo, la discriminazione degli obbligazionisti che non hanno partecipato alla riorganizzazione: costoro si sono dovuti accontentare della parte di ricavi distribuita dal *receiver* dopo la vendita, mentre i partecipanti hanno ricevuto la loro parte dei proventi (il fatto che non ne abbiano effettivamente goduto non è rilevante) e in più la distribuzione di utilità prevista dal piano. Si potrebbe tentare di giustificare questa diversità di trattamento adducendo come motivazione il rifiuto libero e spontaneo che il gruppo svantaggiato aveva opposto quando gli era stata offerta la possibilità di delegare i propri diritti al comitato e partecipare alla riorganizzazione: hanno avuto la stessa opportunità degli altri, ma l'hanno volontariamente scartata.

La replica dei discriminati sarebbe stata che la ristrutturazione gestita, di fatto, dai delegati e dai vecchi soci, li avrebbe costretti a scegliere tra il minore dei due mali: sottostare ai termini dettati dal comitato di riorganizzazione senza alcuna possibilità di modifica o incassare una cifra irrisoria come ricavato di una vendita fittizia. Ciò accadeva perché, essendo il capitale di debito detenuto da molti investitori sparsi per il mondo (USA ed Europa), i detentori di obbligazioni o non avevano un investimento

¹³⁹ S. J. LUBBEN, *Railroad Receiverships and Modern Bankruptcy Theory*, op. cit.

¹⁴⁰ In tal senso sia D.G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74, che A. MARTIN, *Railroads and the Equity Receivership: An Essay on Institutional Change*, op. cit.

sufficientemente consistente per poter influenzare il comitato nelle proprie decisioni oppure risultava troppo complesso coordinarsi per fare fronte compatto e riuscire ad incidere (o entrambe)¹⁴¹.

Per quanto riguarda i chirografari invece, a prima vista si potrebbe affermare che la loro esclusione dalla procedura non sia attaccabile: la ferrovia valeva meno dell'importo totale dovuto ai prelatizi e le garanzie coprivano tutti i beni dell'azienda, quindi anche se questa fosse stata venduta al suo valore di mercato, i chirografari, in virtù della loro subordinazione, non avrebbero ricevuto alcunché. È un rischio di cui avrebbero dovuto tenere conto quando hanno concesso il credito all'impresa.

Tale argomentazione può essere valida, ma si ritiene altresì opportuno evidenziare che agli esclusi non è stata fornita nessuna prova del fatto che la loro estromissione fosse effettivamente motivata e legittima e nessuna opportunità di contestarla¹⁴².

Una riorganizzazione così strutturata creava dunque dei vincitori e dei perdenti: i primi erano certamente il gruppo di comando della vecchia società e, in misura minore, gli obbligazionisti partecipanti; i secondi, tutti coloro che non vi avevano preso parte, volontariamente o meno.

Le recriminazioni di coloro che sopportavano i costi della ristrutturazione senza trarne alcun vantaggio, portarono la comunità giuridica a interrogarsi¹⁴³ sulla possibilità di dare forma ad una procedura che tenesse insieme le due esigenze principali che emergevano nella gestione delle riorganizzazioni aziendali: da un lato far sì che il complesso produttivo potesse continuare ad operare, garantendo sia il maggior recupero possibile ai creditori, che la continuità dei trasporti per cittadini e merci¹⁴⁴; dall'altro evitare che i creditori garantiti e gli azionisti conducessero il processo di risanamento in modo da avvantaggiarsi alle spalle delle altre categorie.

¹⁴¹ Approfondimento sulle ragioni della mancata partecipazione alla riorganizzazione tratte da D.G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹⁴² Per l'indagine delle argomentazioni dei chirografari si veda *ibidem*.

¹⁴³ *Ibidem*.

¹⁴⁴ Si veda il paragrafo 2.1 per la giustificazione di tali esigenze.

Le risposte giuridiche, sia legislative che giurisprudenziali, che tentarono di sciogliere quest'interrogativo, iniziarono a plasmare quella procedura oggi nota come *Chapter 11 Reorganization* e diedero i natali alla *absolute priority rule*.

2.1.3. Louisville Trust Co.

Le pronunce della Suprema Corte che condussero, nell'arco dei decenni, alla nascita della *APR* sono varie. Si intendono ripercorrere qui le principali.

Uno dei primi casi di *equity receivership* manipolativa fu affrontato¹⁴⁵ nel 1899, in *Louisville Trust Co. v Louisville, New Albany e Chicago Railway Co.*¹⁴⁶, vicenda in cui obbligazionisti garantiti e azionisti di una ferrovia avevano predisposto un piano che comportava la totale esclusione dei creditori chirografari¹⁴⁷.

In tale occasione la Corte ritenne discriminatorio e illegittimo il trattamento economico riservato a questi ultimi¹⁴⁸ e tramite le parole del giudice estensore D.J. Brewer stabilì che:

«[...] un pignoramento che tenti di preservare qualsiasi interesse o diritto del debitore sulla proprietà dopo la vendita deve necessariamente garantire e preservare i diritti preordinati dei creditori generali dello stesso. Ciò si basa sulla nota regola che l'interesse dell'azionista nella proprietà è subordinato ai diritti dei creditori - prima dei creditori garantiti e poi di quelli non garantiti. E qualsiasi accordo delle parti con cui si tenta di garantire i diritti e gli interessi subordinati degli azionisti a scapito dei diritti anteriori di entrambe le classi di creditori è oggetto di censura giudiziaria»¹⁴⁹.

¹⁴⁵ Così secondo C. S. HARRIS, *A Rule Unvanquished: The New Value Exception to the Absolute Priority Rule*, in *Michigan Law Review*, 1991, Vol. 89, No. 8, pp. 2301-2328.

¹⁴⁶ U.S. Supreme Court, *Louisville Trust Co. v. Louisville, New Albany e Chicago Railway Co.*, 174 U.S. 674 (1899).

¹⁴⁷ *Ibidem*.

¹⁴⁸ *Ibidem*.

¹⁴⁹ *Ibidem*. Passo originale: «[...] a foreclosure which attempts to preserve any interest or right of mortgagor in the property after the sale must necessarily secure and preserve the prior rights of general creditors thereof. This is based upon the familiar rule that the stockholder's interest in the property is subordinate to the rights of creditors -- first of secured and then of unsecured creditors. And any arrangement of the parties by which the subordinate rights and interests of the stockholders are attempted to be secured at the expense of the prior rights of either class of creditors comes within judicial denunciation».

Secondo la suprema magistratura statunitense, dunque, un piano di riorganizzazione, per poter legittimamente includere delle distribuzioni agli ex-soci, doveva anche riconoscere i diritti “*anteriori*” di tutte le classi di creditori: la procedura di *equity receivership* non poteva essere utilizzata come veicolo per negare il recupero delle somme ad alcune di esse.

2.1.4. *Boyd*

Un altro passo importante per la formazione della *APR* fu compiuto nel 1913, quando la Corte Suprema si pronunciò sul caso *Northern Pacific Railway Company v. Boyd*¹⁵⁰.

Se ne riassume di seguito la vicenda.

Nel 1886 un uomo di nome Spaulding aveva fornito materiali e manodopera per 25.000 dollari alla società denominata *Coeur D'Alene Railroad*, per cui non fu mai pagato. I beni della *Coeur D'Alene*, dopo varie ristrutturazioni, erano infine divenuti patrimonio della *Northern Pacific Railroad* e Spaulding riteneva quest'ultima soggetto passivo dell'obbligazione¹⁵¹ generatasi in capo alla prima società. Tuttavia, prima che gli fosse possibile ottenere una sentenza di condanna all'adempimento nei confronti della *Northern Pacific Railroad*, questa divenne nuovamente insolvente e passò attraverso un'altra procedura di *equity receivership*, dalla quale emerse un'ennesima entità chiamata stavolta *Northern Pacific Railway Company*.

Il successore di Spaulding, di nome Boyd, a differenza di quanto sempre fatto dal suo predecessore, non partecipò alla riorganizzazione della *Northern Pacific Railroad* e fece causa alla nuova società (*Northern Pacific Railway*).

Passando per i vari gradi di giudizio, la controversia giunse infine alla Corte Suprema nel 1913, che preliminarmente accertò, in senso affermativo, la responsabilità

¹⁵⁰ U.S. Supreme Court, *Northern Pacific Railway Company v. Boyd*, 228 U.S. 482 (1913).

¹⁵¹ Il termine *obbligazione* è stato qui utilizzato nell'accezione tipica del diritto comune, non per fare riferimento all'omonimo titolo di credito.

della vecchia *Northern Pacific Railroad* per le obbligazioni contratte da *Coeur D'Alene* nei confronti di Spaulding; infine si occupò di statuire se anche la nuova *Northern Pacific Railway* fosse responsabile per i debiti della vecchia *Railroad*¹⁵².

Boyd sosteneva che nonostante la vendita fallimentare curata dal tribunale si fosse perfezionata, essa non aveva estinto i suoi diritti in quanto i vecchi proprietari rimanevano gli stessi nella nuova entità: si trattava dunque, secondo l'attore, di un trasferimento fittizio, effettuato allo scopo di raggirare i creditori. A sostegno della sua tesi¹⁵³ invocò la regola di *common law* volta a contrastare la c.d. *fraudulent conveyance*, cioè i trasferimenti di beni effettuati dal debitore con la finalità o l'effetto di defraudare i titolari di crediti, rendendo impossibile o meno redditizia la soddisfazione degli stessi rispetto all'ipotesi in cui il trasferimento non fosse avvenuto¹⁵⁴. L'applicazione pratica della norma invocata da Boyd imponeva al proprietario terriero che riacquistava la sua stessa proprietà in occasione di una vendita pignorizia di restare soggetto alle obbligazioni contratte nei confronti dei creditori chirografari non soddisfatti tramite il ricavato della vendita. Obiettivo di questa regola era impedire che il debitore si approfittasse dell'effetto purgativo della transazione fallimentare per eludere i propri obblighi pregressi¹⁵⁵. Un terzo acquirente non sarebbe stato soggetto a tale imposizione.

Boyd non aveva né partecipato alla riorganizzazione né rinunciato ai suoi crediti, dunque, secondo la ricostruzione giuridica da lui offerta, la *Northern Pacific Railway* era responsabile degli obblighi della *Northern Pacific Railroad*, in virtù dell'applicazione della suddetta norma "anti-frode".

Gli avvocati della *Northern Pacific Railway* sostennero invece che la vendita era valida e che l'analogia proposta dalla parte avversa fosse in tal caso inadeguata, essendo

¹⁵² Vicenda descritta in 228 U.S. 482 (1913), sent. cit.

¹⁵³ Argomentazione di parte riportata *ibidem*.

¹⁵⁴ 11 U.S. Code § 548 per la disciplina attuale della *fraudulent conveyance* in ambito fallimentare.

¹⁵⁵ All'epoca la portata applicativa della norma era limitata alle controversie di *real estate* (diritti reali, quindi trasferimenti immobiliari); sarà proprio la sentenza in esame ad estenderla al diritto dell'insolvenza. Così in D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74. Per un approfondimento maggiore dell'evoluzione storica di tale istituto si veda D. G. BAIRD, T. H. JACKSON, *Fraudulent Conveyance Law and Its Proper Domain*, in *Vanderbilt Law Review*, 1985, Vol. 38, pp. 829 ss.

radicalmente diverse le circostanze del caso concreto. Secondo loro, la *Railroad* era un'entità giuridica distinta dalla *Railway* ed era irrilevante per la legge che gli azionisti fossero o meno gli stessi. Doveva dunque essere trattata come un terzo nei rapporti con i creditori preesistenti. Inoltre, dato che la vendita giudiziaria si era svolta regolarmente (cioè secondo la corretta procedura) e libera da frodi, non vi era alcuna ragione per derogare al suo effetto purgativo.

In subordine si aggiungeva che, anche qualora *Boyd* avesse partecipato alla riorganizzazione, egli non avrebbe comunque ricevuto alcunché, in quanto il prezzo pagato in occasione della vendita (e dunque il valore della ferrovia) era inferiore all'ammontare complessivo dovuto ai creditori garantiti: non esistendo surplus, nessun creditore chirografario avrebbe ricevuto compensazioni. Infine, secondo la *Railway*, riconoscere a *Boyd* il diritto da lui reclamato avrebbe favorito ulteriori azioni legali e reso impraticabile la riorganizzazione di qualsiasi ferrovia insolvente¹⁵⁶.

Vagliate le argomentazioni e i fatti di causa, una Corte divisa al suo interno riconobbe il principio di *common law* invocato da *Boyd* come applicabile anche nel settore delle riorganizzazioni aziendali¹⁵⁷.

Queste le parole del giudice estensore J.R. Lamar:

«Nei confronti dei creditori, [la vendita] era una mera formalità. Anche se la *Northern Pacific Railroad* è stata spogliata del titolo legale, i vecchi azionisti erano ancora proprietari della stessa ferrovia, gravati dagli stessi debiti. La perifrasi [giuridica] non ha modificato il loro rapporto nei confronti di *Boyd* in qualità di creditore dissenziente. Hanno cambiato il nome ma non la relazione»¹⁵⁸.

Per la Corte dunque non era rilevante se i beni avessero o meno un valore inferiore a quello necessario per soddisfare i creditori *senior* rispetto a *Boyd*, al contrario:

«L'invalidità della vendita derivava dalle caratteristiche dell'accordo di riorganizzazione, indipendentemente dal valore dell'immobile, poiché in casi come questo la questione deve essere decisa secondo un principio fisso, non lasciando che

¹⁵⁶ Argomentazione di parte riportata in 228 U.S. 482 (1913), sent. cit e D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹⁵⁷ 228 U.S. 482 (1913), sent. cit.

¹⁵⁸ 228 U.S. 482 (1913), sent. cit. Passo originale: «*As against creditors, it was a mere form. Though the Northern Pacific Railroad was divested of the legal title, the old stockholders were still owners of the same Railroad, encumbered by the same debts. The circumlocution did not better their title against Boyd as a nonassenting creditor. They had changed the name, but not the relation*».

i diritti dei creditori dipendano [ogni volta] dalle risultanze probatorie per stabilire se, alla data della vendita, il patrimonio fosse insufficiente per pagare gli oneri pregressi»¹⁵⁹.

Ciò che la Corte ritenne necessario e sufficiente è che non fosse consentita la completa estromissione di un creditore interveniente. Infatti, in un passaggio successivo della sentenza, la Corte restrinse prontamente la portata di quanto affermato sopra:

«Questa conclusione non richiede, come sostenuto ¹⁶⁰, l'impossibile, rendendo necessario il pagamento in contanti di un creditore non garantito come condizione per il mantenimento di una partecipazione nella società riorganizzata da parte degli azionisti. Il suo titolo può essere mantenuto tramite l'emissione, a condizioni eque, di obbligazioni o azioni privilegiate. Se egli rifiuta un'equa offerta è destinato a proteggersi come ogni altro creditore di un debitore condannato all'adempimento, ma, avendo rifiutato di partecipare ad un'equa riorganizzazione, non avrà in seguito l'opportunità di essere udito in tribunale con l'intento di attaccare la sentenza»¹⁶¹.

Stando alla sentenza dunque, un piano di riorganizzazione avrebbe potuto includere gli azionisti se il creditore dissenziente avesse ricevuto un'*equa offerta* (*fair offer*) nell'ambito delle distribuzioni, il che, chiaramente, sottoponeva i termini della proposta al vaglio giudiziale al fine di attestarne la conformità al suddetto parametro. La Corte Suprema, tuttavia, non provvide a specificare ulteriormente cosa queste espressioni (*principio fisso ed equa offerta*) significassero in concreto. I tribunali di grado inferiore dovettero quindi delimitarne da soli i confini.

L'unico punto cardine emerso dalla sentenza *Boyd*, era che non sarebbe più stato possibile estromettere del tutto i creditori minori dalla predisposizione del piano, a meno che questi ultimi non avessero dato il loro consenso o non avessero avuto l'opportunità di sindacare in tribunale l'equità della proposta ricevuta (a maggior ragione qualora

¹⁵⁹ 228 U.S. 482 (1913), sent. cit. Passo originale: «*The invalidity of the sale flowed from the character of the reorganization agreement, regardless of the value of the property, for in cases like this, the question must be decided according to a fixed principle, not leaving the rights of the creditors to depend upon the balancing of evidence as to whether, on the day of sale, the property was insufficient to pay prior encumbrances*».

¹⁶⁰ Si veda l'argomentazione di parte della *Northern Pacific*, riportata a pagina precedente.

¹⁶¹ 228 U.S. 482 (1913), sent. cit. passo originale: «*This conclusion does not, as claimed, require the impossible, and make it necessary to pay an unsecured creditor in cash as a condition of stockholders retaining an interest in the reorganized company. His interest can be preserved by the issuance, on equitable terms, of income bonds or preferred stock. If he declines a fair offer, he is left to protect himself as any other creditor of a judgment debtor, and, having refused to come into a just reorganization, could not thereafter be heard in a court of equity to attack it*».

questa fosse pari a zero); affermazioni *ex post* di *equità* da parte di una coalizione di creditori *senior* e azionisti non sarebbero state sufficienti¹⁶². Qualora l'estromissione si fosse verificata, i creditori esclusi avrebbero potuto avvalersi del principio contenuto nella presente decisione e far valere le pretese che avevano nei confronti della vecchia società anche verso la nuova, non essendo vincolati al rispetto delle prescrizioni di un piano formato senza la loro partecipazione che non offriva un *equo* compenso.

In *Boyd* l'intenzione della Corte fu di impedire alle società di utilizzare la *equity receivership* per frodare i creditori non garantiti, tuttavia il testo della sentenza lasciava aperti due problemi¹⁶³:

1) se o a quali condizioni un'esclusione dei creditori dissenzienti fosse ammissibile, pur essendo stata formulata loro una proposta, nel caso costoro l'avessero rifiutata;

2) in che misura fosse ammessa la partecipazione degli azionisti ad una riorganizzazione, dato che molte di esse erano rese praticabili anche dall'apporto di fondi privati degli ex-soci.

La sentenza *Boyd* creò dunque una regola incompleta che rischiava di ostacolare la capacità di alcune imprese di uscire dalla crisi: era vietata la partecipazione degli azionisti, ma non era noto in base a quali presupposti si potesse derogare a tale proibizione.

2.1.5. Dopo *Boyd*: politica e diritto

Negli anni successivi alla soluzione del caso *Boyd*, la riflessione accademica si interessò con vigore a questi temi, dividendosi progressivamente in due correnti di pensiero, che si confrontavano sul come strutturare le ripartizioni di utilità nei contesti riorganizzativi.

¹⁶² D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74.

¹⁶³ *Ibidem*.

Da un lato si collocavano coloro¹⁶⁴ che sostenevano la necessità di una regola di distribuzione delle risorse che fosse strettamente rispettosa dell'ordine di priorità delle pretese creditorie, come nelle liquidazioni fallimentari. Questo approccio, denominato di *stretta priorità* o *priorità assoluta* (*strict priority* o *absolute priority*), teorizzava, come anticipato, l'impossibilità di elargire utilità di qualsiasi genere ad una determinata categoria di possessori di titoli, fino a che a quelle superiori non ne fossero state concesse abbastanza da soddisfare integralmente la pretesa creditoria ammessa dal giudice alla procedura.

La principale esigenza cui tale soluzione offriva risposta era il pregiudizio economico che i creditori non partecipanti alle riorganizzazioni (come visto nel precedente paragrafo) subivano in tali procedimenti.

Sulla scia delle pronunce giudiziali esaminate, si proponeva dunque l'introduzione di una nuova regola, ispirata alla dottrina della *priorità assoluta*, che consentisse ad una classe di creditori non soddisfatta dalle previsioni del piano di opporsi all'adozione dello stesso (e impedire dunque alla ristrutturazione di andare in porto) qualora le distribuzioni in esso programmate non rispettassero l'ordine gerarchico delle pretese. In sintesi, secondo lo schema ideato, nel caso in cui le disposizioni di un progetto di riorganizzazione non avessero proposto l'integrale compensazione di una determinata classe di possessori di titoli e avessero invece contemporaneamente assegnato delle utilità ad una qualsiasi categoria gerarchicamente inferiore, il primo gruppo (sovraordinato) avrebbe potuto sollecitare un controllo giudiziale e bloccare l'approvazione del piano¹⁶⁵, se ritenuto non *equo*.

Dall'altro lato stavano invece i sostenitori della dottrina della *priorità relativa* (*relative priority* o *relative income priority*)¹⁶⁶: costoro affermavano che per proteggere

¹⁶⁴ Alcune fra le voci più rilevanti: J. FRANK, *Some Realistic Reflections on Some Aspects of Corporate Reorganization*, in *Virginia Law Review*, 1933, Vol. 19, No. 6, pp. 541-570; W. O. DOUGLAS, *The Hastings Bill and Lessons Learned From the Bankruptcy Studies*, in *Journal of the National Association of Referees in Bankruptcy*, 1932, Vol. 7, pp. 25-59.; W. O. DOUGLAS, J. FRANK, *Landlords' Claims in Reorganizations*, in *Yale Law Journal*, 1933, Vol. 42, No. 7, pp. 1003-1050.

¹⁶⁵ Esposizione di quanto teorizzato dalle fonti citate nella nota precedente.

¹⁶⁶ Si vedano, fra gli altri: R. T. SWAINE, *Reorganization of Corporations: Certain Developments of the*

i “perdenti” nell’ambito di queste procedure, fosse sufficiente assicurare che il progetto di riparto rispettasse l’ordine gerarchico delle prelazioni nelle future ripartizioni di utili dell’impresa riorganizzata. Ritenevano, cioè, che come nell’assetto contrattuale pre-ristrutturazione i creditori garantiti avevano il diritto di soddisfarsi sugli utili prima dei chirografari e questi ultimi a loro volta prima degli azionisti e così via, allo stesso modo il piano di riorganizzazione avrebbe dovuto preservare questo ordine gerarchico anche per il nuovo ciclo che si sarebbe avviato al termine della procedura.

Non sarebbe stata dunque rilevante la percentuale di recupero del credito da parte di ognuna delle classi, quanto piuttosto la conservazione della prelazione di una sull’altra¹⁶⁷.

Ad esempio, invece che compensare integralmente una classe sovraordinata agli azionisti, il piano avrebbe potuto permettere a questi ultimi di mantenere delle quote nella nuova società assegnando alle categorie superiori dei titoli privilegiati (rispetto alle nuove azioni detenute dai vecchi proprietari) nella ripartizione degli utili. La stessa operazione sarebbe stata possibile anche nei confronti delle diverse categorie creditorie: ad esempio agli obbligazionisti garantiti si sarebbero potuti assegnare nuovi titoli di debito, mentre ai chirografari sarebbero state destinate obbligazioni subordinate, conservando così l’ordine di priorità.

La *ratio* di questa seconda proposta era totalmente diversa. I suoi sostenitori ritenevano difatti che affidarsi ad un approccio di *absolute priority* avrebbe compromesso la fattibilità delle riorganizzazioni¹⁶⁸: come ricordato anche nelle sentenze prima esaminate, la partecipazione dei vecchi azionisti era spesso utile per il buon esito dei risanamenti e scoraggiarne la collaborazione con regole troppo rigide avrebbe diminuito le probabilità di riuscita degli stessi, causando, in definitiva, un danno sistemico all’economia del Paese.

Last Decade, in *Columbia Law Review*, 1927, Vol. 27, No. 8, pp. 901-931; J. C. BONBRIGHT, M. M. BERGERMAN, *Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization*, in *Columbia Law Review*, 1928, Vol. 28, No. 2, pp. 127-165.

¹⁶⁷ J. C. BONBRIGHT, M. M. BERGERMAN, *Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization*, op. cit.

¹⁶⁸ Così in J. C. BONBRIGHT, M. M. BERGERMAN, *Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization*, op. cit. e R. T. SWAINE, *Reorganization of Corporations: Certain Developments of the Last Decade*, op.cit.

Delle due, quella che riscosse maggior successo fu la dottrina della *priorità assoluta*, grazie alle simpatie che riuscì a guadagnarsi in campo politico: più precisamente, progressista. Il fortunato sodalizio si spiega considerando le istanze di rinnovamento in campo sociale che costituivano la base del programma politico di F.D. Roosevelt¹⁶⁹ (il c.d. *New Deal*) e soprattutto il diffuso sentimento popolare del tempo, abilmente cavalcato dai democratici, che faceva di Wall Street il *totem* da abbattere (in senso ideologico)¹⁷⁰. Individuato il bersaglio, resta ora da osservare come la contesa partitica si estese anche alle procedure d'insolvenza.

Come si è in precedenza evidenziato, nelle riorganizzazioni tramite *equity receivership* tendevano ad avere costantemente la meglio azionisti e creditori prelatizi, entrambi espressione di una “casta” di intermediari finanziari o investitori benestanti¹⁷¹ in grado di gestire direttamente la procedura di risanamento al fine di assicurarsi il massimo vantaggio possibile; dal lato dei “perdenti”, invece, si collocavano le pretese chirografarie, generalmente facenti capo o a creditori volontari che non possedevano sufficiente forza contrattuale per sottoporre a garanzia i propri titoli (fornitori, piccoli risparmiatori) o a creditori involontari¹⁷². La sensibilità politica democratica, storicamente affine alle parti deboli, ma soprattutto in conflitto con il mondo finanziario dell'epoca, si schierò dal lato dell'*APR*.

¹⁶⁹ Il sodalizio accademico-politico è ben evidenziato in D. G. BAIRD, *Present at the Creation: The SEC and the Origins of the Absolute Priority Rule*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, 2010, Vol. 18, pp. 591-606.

¹⁷⁰ Per fornire un'idea più precisa del clima politico dell'epoca, si riporta l'estratto di un discorso pronunciato da F.D. Roosevelt al Madison Square Garden il 31 Ottobre 1936, relativo alla *lobby* delle banche d'investimento: «*We had to struggle with the old enemies of peace — business and financial monopoly, speculation, reckless banking, class antagonism, sectionalism, war profiteering. They had begun to consider the Government of the United States as a mere appendage to their own affairs. We know now that Government by organized money is just as dangerous as Government by organized mob. Never before in all our history have these forces been so united against one candidate as they stand today. They are unanimous in their hate for me — and I welcome their hatred*». Testo integrale disponibile in

https://liberalarts.utexas.edu/coretexts/_files/resources/texts/1936%20FDR%20New%20Deal%20Liberalism.pdf, ultimo accesso 05/03/2020 ore 16.14.

¹⁷¹ S. J. LUBBEN, *Railroad Receiverships and Modern Bankruptcy Theory*, op. cit.

¹⁷² Così secondo D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 62-74. e D. G. BAIRD, *Present at the Creation: The SEC and the Origins of the Absolute Priority Rule*, op. cit.

Com'è noto, gli anni Trenta iniziarono con il crollo della borsa (1929) che segnò l'esplosione della crisi finanziaria e della conseguente Grande Recessione, ciclo economico profondamente negativo che portò la disoccupazione e la povertà a livelli vertiginosi negli USA. La risposta politica di Roosevelt, eletto nel 1932, non deluse le aspettative e colpì anche il mondo finanziario, responsabile, secondo la sua visione, di aver acceso la scintilla che fece poi degenerare la crisi coinvolgendo l'economia c.d. *reale*. Si imputavano, rispettivamente: a Wall Street scarsa cautela nelle strategie di investimento; a chi avrebbe dovuto sorvegliare le negoziazioni, servilismo¹⁷³.

Obiettivi dichiarati dell'amministrazione federale furono rilanciare i consumi fra i ceti meno abbienti della popolazione e imporre maggiori cautele e controlli a chi operava e gestiva le transazioni nel mondo finanziario. Riscontrata, come anticipato, la convergenza di obiettivi, il matrimonio fra *New Deal* e *absolute priority rule* fu celebrato e la dottrina entrò nei progetti legislativi dell'amministrazione Roosevelt.

La stagione di riforme inaugurata dal Presidente democratico interessò anche l'ambito della crisi d'impresa: una *equipe* di docenti universitari (fra cui spiccava W.O. Douglas, che di lì a poco sarebbe stato nominato *Chairman* della SEC¹⁷⁴ e in seguito giudice della Corte Suprema¹⁷⁵) fu incaricato di riscrivere la legislazione di settore. I lavori del gruppo permisero la promulgazione di vari atti legislativi in materia di insolvenza, di cui il più importante nel 1938¹⁷⁶. Gli interventi portarono diverse novità nel settore, fra cui, su tutte, l'affidamento delle procedure di insolvenza al totale controllo delle Corti, sottraendone così la gestione alle banche d'investimento¹⁷⁷.

Sebbene le novità legislative avessero affidato la conduzione dei procedimenti agli uffici giudiziari, non era stata fatta chiarezza sul reale significato dei parametri di «*fair offer*» e «*just reorganization*» richiesti dalla sentenza *Boyd*¹⁷⁸, lasciando così aperto il

¹⁷³ Si veda il discorso pubblico di F.D. Roosevelt citato in nota 170.

¹⁷⁴ Nominato da F.D. Roosevelt nel 1937. Si veda William O. Douglas, Oyez, https://www.oyez.org/justices/william_o_douglas, ultimo accesso 05/03/2020 alle 16.15.

¹⁷⁵ Nominato da F.D. Roosevelt il 4 Aprile 1939, *ibidem*.

¹⁷⁶ Il riferimento è rivolto a tre atti entrati in vigore durante i due mandati Roosevelt: il primo, Act No. 66 of December 15, 1933; il secondo Act of August 27, 1935, No. 774; il terzo Act of June 22, 1938, No. 696 anche noto come *Steagall Act*.

¹⁷⁷ D. G. BAIRD, *Present at the Creation: The SEC and the Origins of the Absolute Priority Rule*, op. cit.

¹⁷⁸ Nello specifico, con l'Act No. 66 of 1933, la § 77B del Bankruptcy Act era stata emendata,

dibattito sulle condizioni necessarie per l'approvazione di un piano di riorganizzazione mediante superamento del dissenso di una classe opponente.

Quest'ultimo nodo fu sciolto solo nel 1939, dalla sentenza *Case v. Los Angeles Lumber Products*.

2.1.6. Case v. Los Angeles Lumber Products

Nella vicenda *Case*, il debitore era un gruppo societario il cui principale *asset* era la *Los Angeles Shipbuilding & Drydock Corporation*, controllata che durante la I Guerra Mondiale aveva ricevuto importanti commesse dallo Stato per la costruzione di navi militari, ma che si trovava ad arrancare negli anni Venti e Trenta. Effettuò dunque un primo risanamento nel 1930, ma nel 1937 si trovò nuovamente in difficoltà e intraprese una seconda riorganizzazione.

Gli unici creditori sociali erano i detentori di obbligazioni ventennali con scadenza nel 1944. Circa il 90% di loro (calcolando gli importi) votò a favore di un piano che prevedeva la cessione del 23% delle azioni della nuova società ai vecchi azionisti, i quali avrebbero continuato a svolgere un ruolo manageriale nella gestione dell'azienda, ma non avrebbero conferito nuova liquidità¹⁷⁹.

La Corte distrettuale aveva ritenuto che il piano fosse *equo*¹⁸⁰. Dalla motivazione si evince che, poiché solo due obbligazionisti, rappresentanti quasi il 10% del passivo, si erano opposti al piano, il giudice non aveva ritenuto né *equo* né ragionevole consentire a due dissenzienti la possibilità di fermare una riorganizzazione approvata dalla quasi totalità dei creditori. Inoltre, la stessa Corte aveva giustificato il mantenimento della suddetta quota in capo ai vecchi azionisti in quanto:

introducendo la condizione che un piano dovesse essere «*fair and equitable*» per poter essere autorizzato dal giudice, ma restava incerto il concreto significato di tale espressione.

¹⁷⁹ Vicenda riportata in U.S. Supreme Court, *Case v. Los Angeles Lumber Products Co., Ltd.*, 308 U.S. 106 (1939).

¹⁸⁰ In *Re Los Angeles Lumber Products Co., Limited*, 24 F. Supp. 501 (S.D. Cal. 1938).

«I vecchi azionisti sono le uniche persone che hanno familiarità con le operazioni della società e che hanno avuto esperienza nella costruzione navale. L'esperienza maturata ha un valore per la società riorganizzata.¹⁸¹»

Abilità, queste, che secondo l'autorità giudicante avrebbero permesso all'impresa di conservare una parte del suo valore. Esisteva inoltre una seconda ragione per conservarne la presenza:

«La maggior parte degli attuali detentori di obbligazioni è ampiamente disseminata di piccole partecipazioni, e la loro posizione trarrebbe vantaggio dall'essere associata a vecchi azionisti di influenza e stabilità finanziaria che potrebbero essere in grado di contribuire a un adeguato finanziamento¹⁸²»

La solida posizione economica dei vecchi azionisti, a detta del giudice, avrebbe costituito per l'impresa un'utile e affidabile fonte di nuova liquidità. Pare, infatti, che nel presente caso la riorganizzazione fosse stata determinata più dal bisogno di capitali aggiuntivi che dalle minacce di pignoramento da parte dei creditori, i cui titoli (in seguito alla prima ristrutturazione) prevedevano la corresponsione di interessi periodici solo ove l'azienda avesse prodotto utili: nonostante la crisi, dunque, gli obbligazionisti non avrebbero potuto dare avvio ai pignoramenti in quanto non vi erano utili e non era ancora scaduto il termine per l'adempimento¹⁸³. Avrebbero potuto legittimamente attivarsi solo nel 1944¹⁸⁴.

Si comprende perciò la *ratio* della decisione di favorire la conservazione degli assetti proprietari esistenti.

La sentenza fu tuttavia impugnata e rimessa all'attenzione della Suprema Corte.

¹⁸¹ *Ibidem*, passo originale: «*The old stockholders are the only persons who are familiar with the company's operations and who have had experience in shipbuilding. Their accumulated experience is of value to the reorganized company*».

¹⁸² *Ibidem*, passo originale: «*Most of the present bondholders are widely scattered with small holdings, and their position would be benefited by being associated with old stockholders of financial influence and stability who might be able to assist in proper financing*».

¹⁸³ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit. e 308 U.S. 106 (1939), sent. cit.

¹⁸⁴ Più precisamente, il passo della sentenza citata a cui si fa riferimento lascia una lieve incertezza sul punto, affermando che o non sarebbe stato possibile pignorare oppure lo sarebbe stato al termine di lunghe e costose liti giudiziali. Si riporta il testo originale: «*[...] the bondholders cannot foreclose until 1944, the old stockholders having the right to manage and control the debtor until that time. At least the bondholders cannot now foreclose without "long and protracted litigation" which would be "expensive and of great injury" to the debtor*».

Intanto, mentre la diatriba affrontava il suo cammino giudiziario, erano già state elaborate diverse interpretazioni del principio di *fairness* richiesto dalla sentenza *Boyd*. Secondo il punto di vista sposato dal giudice inferiore, l'approvazione del piano da parte del 90% dei creditori era sufficiente per integrare tale presupposto e richiedere l'unanimità sarebbe stato irragionevole; inoltre, lasciare ai vecchi azionisti una parte del valore dell'impresa riorganizzata ne avrebbe assicurato la collaborazione al progetto di ristrutturazione, portando una serie di vantaggi economici cui si faceva menzione nel testo della sentenza. L'impianto teorico a supporto di questa decisione (a cui aderiva la prima autorità giudicante) prevedeva che un tribunale dovesse confermare un piano di riorganizzazione, ove fossero congiuntamente soddisfatti i seguenti requisiti:

- approvazione del piano da parte di classi di creditori diversi, rappresentanti nel complesso la maggioranza dell'importo dei crediti esistenti approvava;
- distribuzione ad ogni creditore di utilità maggiori rispetto a quelle che avrebbe ricevuto in una liquidazione;
- correttezza dell'intero procedimento giudiziario.¹⁸⁵

La visione concorrente era del tutto dissimile.

Pare opportuno premettere che, contrariamente alla parte avversa, *Case* non era “solo” nella battaglia legale. Presso l'ultimo grado di giudizio intervenne, come parte interessata, anche la *SEC* (*Security Exchange Commission*), istituzione pubblica con compiti di sorveglianza in materia finanziaria, la cui direzione era da poco stata lasciata dal neo-nominato giudice Douglas¹⁸⁶ a favore di Jerome Frank¹⁸⁷. L'ente federale produsse in giudizio una memoria¹⁸⁸ in favore della posizione di *Case*, in cui offriva una propria ricostruzione teorica di come andassero interpretate le norme vigenti e soprattutto

¹⁸⁵ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit.

¹⁸⁶ Si veda William O. Douglas, Oyez, https://www.oyez.org/justices/william_o_douglas, ultimo accesso 05/03/2020 alle 16.15.

¹⁸⁷ Nominato *Chairman* della *SEC* nel 1939 da F.D. Roosevelt. Fu collega di W.O. Douglas alla *SEC* per diversi anni e autorevole firma (anche insieme a quest'ultimo) di varie produzioni accademiche in favore della *APR*. Si veda a tal fine nota 149.

¹⁸⁸ SEC Brief for the United States Amicus Curiae at *Case v. Los Angeles Lumber Products.*, 308 U.S. 106 (1939). *SEC Brief* d'ora in avanti.

di come andasse concretizzato il requisito di piano “*fair and equitable*” introdotto in *Boyd*.

L’interesse mostrato dalla *SEC* per la presente controversia si spiega considerando il contesto politico-istituzionale in cui la lite si stava svolgendo: essendo i vertici dell’amministrazione nominati dal potere politico ed essendo gli enti giuridici con titoli negoziati fra il pubblico area deputata alla sorveglianza dell’ente governativo, si comprende come l’intervento fosse motivato da preoccupazioni istituzionali. Nello specifico, l’intenzione della *Commission* era quello di far interpretare le novità legislative appena introdotte con il *Bankruptcy Act* in maniera conforme agli orientamenti politici che ne avevano ispirato la stesura: c’era insomma la volontà di ottenere un precedente ideologicamente allineato¹⁸⁹.

Tali intenzioni furono veicolate dalla suddetta memoria (*amicus brief*) sostenendo una teoria antagonista rispetto a quella proposta dai legali della *L.A. Lumber Products*: secondo la *SEC*, permettere il mantenimento da parte del debitore di una porzione del capitale sociale in una situazione di dissesto come la presente era fonte di ingiustizia. Piuttosto che conservare il patrimonio immateriale dell’impresa e ottenere aiuto finanziario durante la riorganizzazione, un piano così delineato costituiva un espediente utile ai vecchi azionisti per eludere i creditori¹⁹⁰.

Mediante la difesa di Case si precisava inoltre che il contributo della vecchia proprietà al buon esito della riorganizzazione non era, nel caso specifico, affatto rilevante. Si argomentava in tal senso che in una compagnia navale gli azionisti non controllano le operazioni quotidiane che si svolgono nei cantieri, non sarebbe dunque stato possibile affermare che sostituendo la proprietà si sarebbero perse conoscenze e abilità utili alla gestione aziendale; al contrario il patrimonio immateriale di conoscenze tecniche ed esperienza si sarebbe dovuto ascrivere alle figure professionali che si occupavano di sovrintendere il lavoro dei carpentieri¹⁹¹ e che, qualora la produttività non fosse stata soddisfacente, avrebbero potuto essere sostituite. Solo in rare circostanze, concludeva la

¹⁸⁹ D. G. BAIRD, *Present at the Creation: The SEC and the Origins of the Absolute Priority Rule*, op. cit.

¹⁹⁰ *SEC Brief*, cit. a nota 172.

¹⁹¹ Così riportato in D.G. Baird, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit.

SEC, si doveva quindi permettere che i vecchi detentori di capitale di rischio continuassero a far parte della società, superando eventuali dissensi dei creditori¹⁹².

Attraverso le parole del giudice William O. Douglas (che, come accennato sopra, fu uno degli ideologi delle riforme), la Corte Suprema sposa apertamente la seconda argomentazione.

Viene innanzitutto respinta l'idea che i creditori non partecipanti abbiano diritto solo alla loro quota del valore di liquidazione, lasciando ad altri la facoltà di decidere come ripartire l'eventuale eccedenza¹⁹³, come accadeva nella prassi di riorganizzazione delle ferrovie; inoltre, viene finalmente offerta una definitiva interpretazione dello standard *fair and equitable*, che non verrà più messa in discussione.

Si riportano di seguito i passi più rilevanti:

«Qualora un piano di riorganizzazione non sia *giusto ed equo* per legge, non può essere approvato dal tribunale anche qualora la percentuale delle varie classi di detentori di titoli richiesta dalla §77B(f) per la conferma di un piano abbia acconsentito»¹⁹⁴.

La prima novità è che il parametro in questione costituisce un requisito *aggiuntivo* rispetto al raggiungimento delle maggioranze richieste per legge: il giudice potrà dunque rifiutarsi di autorizzare il piano anche qualora i creditori l'abbiano approvato. Secondo Douglas, infatti:

«Il fatto che la stragrande maggioranza dei possessori di titoli abbia acconsentito al piano non è prova [del fatto] che il piano sia *giusto ed equo*¹⁹⁵»¹⁹⁶.

Se ne deduce che la valutazione finale di *equità* spetti inderogabilmente all'autorità giudiziaria, non essendo sufficiente a tal proposito il vaglio che i creditori effettuano rispetto alla corrispondenza fra le disposizioni del piano e i propri interessi.

¹⁹² *SEC Brief*, cit. a nota 172.

¹⁹³ 308 U.S. 106 (1939), sent. cit.

¹⁹⁴ 308 U.S. 106 (1939), sent. cit. Passo originale: «*Where a plan of reorganization is not fair and equitable as a matter of law, it cannot be approved by the court even though the percentage of the various classes of security holders required by § 77B(f) for confirmation of a plan has consented*».

¹⁹⁵ Corsivo mio.

¹⁹⁶ *Ibidem*. Passo originale: «*The fact that a great majority of the security holders have approved the plan is not the test of whether the plan is a fair and equitable one*».

Ciò premesso, si giunge alla determinazione di cosa significhi esattamente l'espressione "*fair and equitable*":

«Si tratta di un principio fisso [...] [:] fino a concorrenza delle rispettive pretese, i creditori hanno diritto alla priorità assoluta [,] rispetto agli azionisti [,] su tutti i beni di una società insolvente, non essendo sufficiente la priorità relativa»¹⁹⁷.

Ecco dunque la chiusura del cerchio: "*fair and equitable*" significa rispetto della priorità assoluta. Perché un piano possa definirsi equo deve effettuare la distribuzione delle utilità rispettando strettamente l'ordine gerarchico dei titoli ammessi alla procedura, come se fosse una ripartizione dell'attivo post-liquidatoria¹⁹⁸.

La Corte Suprema ha così creato un legame indissolubile fra le espressioni "*giusto ed equo*" e "*priorità assoluta*"¹⁹⁹.

Come ultimo passo, la sentenza chiarisce anche a quali condizioni i vecchi soci potranno detenere quote nella nuova impresa riorganizzata, rispettando al contempo la *APR*: l'eventuale partecipazione potrà essere d'ora in poi ammessa solo se basata su un «*conferimento in denaro ragionevolmente equivalente, considerando tutte le circostanze, alla partecipazione dell'azionista*»²⁰⁰. In sintesi, potrà essere incluso solo a patto che conferisca nuove utilità.

Si approfondirà quest'ultimo punto nel paragrafo successivo.

Ripercorrendo quanto stabilito dalla decisione, ricaviamo dunque che:

- 1) il fatto che il piano fosse stato approvato dalle maggioranze richieste dalla legge, non implicava la necessaria approvazione del piano da parte del tribunale competente. Sarebbe stata infatti sufficiente l'impugnazione dell'ordine di

¹⁹⁷ *Ibidem*. Passo originale: «*It is a fixed principle, governing under § 77B of the Bankruptcy Act as well as in equity reorganizations, that, to the extent of their debts, creditors are entitled to absolute priority over stockholders against all the property of an insolvent corporation, relative priority not being sufficient*».

¹⁹⁸ Nel *SEC Amicus Brief*, op.cit., si argomenta esplicitamente in tal senso: la distribuzione delle utilità deve avvenire secondo l'ordine tipico delle liquidazioni. Testo originale: «*Reorganization is an alternative for liquidation. [...] But it presents no occasion or excuse for a different treatment of priorities*».

¹⁹⁹ D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit.

²⁰⁰ 308 U.S. 106 (1939), sent. cit.

esecuzione del piano da parte di un solo creditore dissenziente (o anche la mera volontà del giudice, senza bisogno di attività delle parti) per far vagliare il progetto secondo i canoni della *absolute priority rule*;

2) nel rispetto della dottrina della priorità assoluta, il piano non avrebbe potuto includere una distribuzione nei confronti della vecchia proprietà a meno che la suddetta partecipazione non fosse basata su un nuovo conferimento.

Tale nuovo assetto forniva al singolo creditore una posizione negoziale piuttosto forte: grazie alla semplice minaccia di attivare la verifica di equità del piano, infatti, un soggetto poteva estorcere concessioni economiche aggiuntive. Il problema di questo assetto era che nel caso tale comportamento opportunistico fosse stato messo in atto da una esigua minoranza, lo stratagemma avrebbe portato a dei guadagni maggiori per i negozianti “rigidi” e non avrebbe compromesso l’esito della procedura. Qualora tuttavia vi fossero stati un numero consistente di creditori “egoisti”, il tentativo di riorganizzazione sarebbe fallito e tutti si sarebbero dovuti accontentare del valore di liquidazione, certamente inferiore a quello dell’impresa in attività²⁰¹.

Dimostrazione della concretezza della questione è il fatto che in *Case* stesso, uno degli oppositori aveva una lunga storia di acquisto di crediti deteriorati a sconto e di intralcio delle riorganizzazioni fino a quando non fosse stato compensato per intero²⁰².

Ciononostante, bisognerà attendere parecchio tempo prima di assistere a modifiche normative.

Case, grazie alle conferme dei decenni successivi²⁰³, diventerà nel tempo ciò che nei sistemi di *common law* si definisce *leading case*²⁰⁴ di questo nuovo approccio alle riorganizzazioni aziendali e la *absolute priority rule*, divenuta dottrina dominante, verrà

²⁰¹ Riflessione tratta da E. S. ADAMS, *Toward a New Conceptualization of the Absolute Priority Rule and Its New Value Exception*, Detroit College Law Review, 1993, Vol. 1993, pp. 1445-1498. Si tratterà più diffusamente dei comportamenti ostruzionistici messi in atto dai creditori nel capitolo 4.

²⁰² D. G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, op. cit.

²⁰³ L’elenco dei casi della Suprema Corte in cui viene utilizzato il precedente *Case* come base per il principio risolutivo è disponibile in <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/308/106>, ultimo accesso 19.12 del 12/03/2020. Per rendere un’idea immediata della solidità di tale decisione è sufficiente citare *Norwest Bank Worthington, et al., Petitioners v. James R. Ahlers, et ux.* 485 U.S. 197 (1988).

²⁰⁴ La decisione giudiziaria che per prima stabilisce definitivamente una norma o un principio giuridico importante.

infine positivizzata all'interno dello *U.S. Code* nel 1978, nell'ambito della generale riforma della normativa sull'insolvenza, che portò all'emanazione del nuovo e tutt'ora vigente *Bankruptcy Act*²⁰⁵.

Il legislatore del '78 si è dimostrato piuttosto ossequioso nella codificazione della regola, lasciandone intatto l'impianto teorico. L'unica modifica apportata concerne i presupposti di applicazione della norma: non è più sufficiente il dissenso di un singolo creditore o la mera volontà del giudice, bensì la mancata approvazione di una intera classe di creditori.

Il riferimento legislativo, ancora in vigore, è la §1129 (b), che sarà oggetto di ampia analisi nel prossimo capitolo.

2.2. La "new value exception"

Prima di terminare il paragrafo precedente, si è fatto menzione delle condizioni che la sentenza *Case* ha indicato come necessarie per autorizzare la partecipazione dei vecchi azionisti alla riorganizzazione dell'impresa. Tale statuizione rappresenta il punto di arrivo di un percorso che si snoda parallelo alla formazione dell'*APR* e che tenta di dare risposta ad un problema diverso, ma conseguente all'adozione di questa regola. Si ritiene opportuno soffermarvisi.

2.2.1. Kansas City Terminal Railway

L'inizio di questa riflessione giurisprudenziale può essere rinvenuto in *Kansas City Terminal Railway Co. v. Central Union Trust Co.*²⁰⁶, un caso di riorganizzazione di ferrovia insolvente del 1925, in cui la Suprema Corte si trova a dover giudicare sulla

²⁰⁵ Act of Nov. 6, 1978, No.598, *An Act To establish a uniform Law on the Subject of Bankruptcies*.

²⁰⁶ U.S. Supreme Court, *Kansas City Terminal Railway Co. v. Central Union Trust Co.*, 271 U.S. 445 (1926).

legittimità di un piano di ristrutturazione aziendale in cui era stata assegnata una partecipazione ai vecchi soci senza compensare integralmente i creditori²⁰⁷.

Circa un decennio prima, in *Boyd* ²⁰⁸, era stato stabilito che un piano di riorganizzazione che avesse previsto la partecipazione degli azionisti senza aver formulato una “*equa offerta*” nei confronti dei creditori non partecipanti, non avrebbe vincolato questi ultimi. Tuttavia, non avendo ulteriormente specificato tale espressione, le interpretazioni restrittive della stessa risultavano di ostacolo alla capacità di alcune imprese di uscire dall’insolvenza. In certi casi, infatti, i vecchi azionisti rappresentavano l’unica fonte di finanziamento reperibile ed escluderli dal piano avrebbe compromesso la fattibilità dell’operazione²⁰⁹.

Fondandosi su queste premesse, la tesi proposta in *Kansas* dai sostenitori del piano era che, considerate le particolari circostanze in cui si svolgeva la presente vicenda, la permanenza dei vecchi proprietari all’interno della compagine societaria sarebbe stata necessaria per garantire il buon esito della procedura; diversamente, l’asta fallimentare sarebbe andata deserta²¹⁰.

I giudici accolsero tale argomentazione stabilendo che:

«Ove la proprietà di una società ferroviaria [...] sia talmente grande da rendere indispensabile la cooperazione tra obbligazionisti e azionisti al fine di assicurare un offerente ed evitare un indebito sacrificio dei loro interessi, essi possono stipulare un equo [...] accordo di riorganizzazione a tal fine»²¹¹.

La Corte riconobbe dunque il ruolo chiave che talvolta gli azionisti potevano rivestire per il successo della riorganizzazione, ma contemporaneamente ammonì:

«[...] tali accordi non sono validi se riconoscono e preservano gli interessi degli azionisti a scapito dei diritti anteriori dei creditori garantiti o non garantiti della società»²¹².

²⁰⁷ Vicenda riassunta *ibidem*.

²⁰⁸ 228 U.S. 482 (1913), sent. cit.

²⁰⁹ Argomentazione della Corte in 271 U.S. 445 (1926), sent. cit.

²¹⁰ *Ibidem*.

²¹¹ 271 U.S. 445 (1926), sent. cit. Passo originale: «Where the property of a railroad corporation [...] is so great as to render cooperation between bondholders and stockholders essential in order to secure a bidder and prevent undue sacrifice of their interests, they may enter into a fair [...] reorganization arrangement to that end».

²¹² 271 U.S. 445 (1926), sent. cit. Passo originale: «[...] such arrangements are invalid if they recognize and preserve the interests of stockholders at the expense of the prior rights of the secured or unsecured creditors of the corporation».

Riassumendo, sarebbe stato possibile autorizzare la partecipazione dei vecchi soci ove necessario per la riuscita dell'operazione, ma ciò non doveva avvenire eludendo i creditori.

Viene così alla luce il problema che troverà poi una soluzione duratura in *Case*: è possibile che in alcune ristrutturazioni le specifiche caratteristiche dell'azienda rendano necessario il mantenimento dei vecchi proprietari all'interno della nuova impresa riorganizzata, ma come bilanciare tale esigenza con quella, antitetica, di protezione delle categorie gerarchicamente superiori, introdotta un decennio prima da *Boyd*?

2.2.2. Case v. Los Angeles Lumber Products (pt. II)

La risposta viene fornita, come anticipato, in *Case v. Los Angeles Lumber Products*.

Nel testo della sentenza la Corte fornisce preliminarmente la definitiva interpretazione dello standard “*fair and equitable*” identificandolo con la dottrina della *priorità assoluta*; dopodiché si accinge a risolvere l'ultimo interrogativo ancora aperto, ricordato poco sopra.

La riflessione del giudice Douglas inizia riconoscendo la potenziale utilità dei vecchi soci in alcune ipotesi:

«È chiaro [...] che ci sono circostanze in cui gli azionisti possono partecipare ad un piano di riorganizzazione di un debitore insolvente»²¹³.

Prosegue poi menzionando i passi di *Boyd* e *Kansas* in cui la stessa Corte aveva aperto alla possibilità che gli ex-proprietari partecipassero alla ristrutturazione e riformula tali assunti sottolineando però come il coinvolgimento di costoro debba essere *necessario* per ammetterne la presenza:

²¹³ 308 U.S. 106 (1939), sent. cit. passo originale: «*It is, of course, clear that there are circumstances under which stockholders may participate in a plan of reorganization of an insolvent debtor*».

«Laddove sussista tale necessità e i vecchi azionisti effettuino un nuovo conferimento e ricevano in cambio una partecipazione ragionevolmente equivalente al loro conferimento, non possono essere sollevate obiezioni»²¹⁴.

È dunque possibile (se necessario) destinare alla suddetta categoria una determinata quota di azioni ma solo in cambio di un conferimento *ragionevolmente equivalente*. Compiendo poi il passo ulteriore che né *Boyd*, né gli altri casi precedenti avevano fatto, il testo fornisce dei parametri ben definiti per valutare l'ammissibilità del coinvolgimento:

«[...] riteniamo che per accordare "al creditore il suo pieno diritto di priorità nei confronti del patrimonio aziendale" in caso di insolvenza del debitore, la partecipazione dell'azionista deve essere basata su un conferimento in denaro o mezzo comparabile, ragionevolmente equivalente in considerazione di tutte le circostanze alla partecipazione dell'azionista»²¹⁵.

Dopo quasi quarant'anni dalle prime pronunce sulle *equity receivership* manipolative, l'elaborazione giurisprudenziale trova così un punto di arrivo. Distribuire quote del nuovo capitale sociale ai vecchi azionisti è possibile, ma devono essere soddisfatti congiuntamente i seguenti requisiti:

- 1) il conferimento dell'ex-socio deve essere *nuovo e necessario* per il buon esito dell'operazione;
- 2) la quota a lui destinata deve essere *ragionevolmente equivalente* all'importo del nuovo conferimento;
- 3) l'investimento deve essere in denaro o mezzo comparabile.

La triplice condizione posta dalla Corte, in seguito ribattezzata *new value exception*²¹⁶, costituisce un corollario della *APR* e un bilanciamento fra le opposte esigenze di protezione dei creditori dissenzienti e agevolazione delle ristrutturazioni aziendali (che era anche uno degli obiettivi principali della riforma del '38)²¹⁷.

²¹⁴ 308 U.S. 106 (1939), sent. cit. passo originale: «Where that necessity exists and the old stockholders make a fresh contribution and receive in return a participation reasonably equivalent to their contribution, no objection can be made».

²¹⁵ 308 U.S. 106 (1939), sent. cit. passo originale: «We believe that to accord "the creditor his full right of priority against the corporate assets" where the debtor is insolvent, the stockholder's participation must be based on a contribution in money or in money's worth, reasonably equivalent in view of all the circumstances to the participation of the stockholder».

²¹⁶ *NVE* da ora in avanti.

²¹⁷ E. S. ADAMS, *Toward a New Conceptualization of the Absolute Priority Rule and Its New Value Exception*, op. cit.

Così come formulata dal giudice Douglas, la *NVE* non altera l'ordine di distribuzione imposto dalla priorità assoluta: le nuove partecipazioni, infatti, non vengono assegnate agli ex-soci in cambio di titoli pregressi o di conferimenti difficilmente valutabili (come quelle censurate dalla presente decisione), ma sono invece oggetto di una transazione che, in altre circostanze, sarebbe potuta avvenire anche con un terzo interessato ad investire nell'impresa riorganizzata. Proprio come una controparte esterna, il vecchio proprietario rileverà dunque le quote societarie pagando un prezzo *ragionevolmente equivalente* al valore acquisito.

Lo schema teorico utilizzato dalla *NVE* era quindi deroga e al tempo stesso completamento della *absolute priority*: prima il patrimonio aziendale residuo veniva destinato ai creditori fino a concorrenza dei rispettivi crediti (*APR*), poi, se necessario, ai vecchi azionisti era permesso l'acquisto delle partecipazioni tramite immissione di nuovi fondi (*NVE*).

La sentenza *Case* porta così a compimento un'elaborazione giuridica durata quarant'anni, e rende parte dell'ordinamento statunitense una dottrina che ancora oggi ispira la normativa di settore.

CAPITOLO 3 - LA DISCIPLINA VIGENTE

Nel presente capitolo verrà analizzato il sistema vigente di ripartizione delle utilità fondato sulla *APR* e sulla *NVE*.

Si affronterà una breve disamina della procedura di *Chapter 11* al fine di illustrare il contesto legislativo in cui tale regola opera, soffermandosi poi sul suo funzionamento; si proseguirà osservando l'assetto della *NVE* come riformulata dall'ultima sentenza della Corte Suprema e si concluderà dedicando un'apposita riflessione alla riforma delle ristrutturazioni di piccole imprese (*Small Business Reorganization Act*²¹⁸), recentemente varata dall'amministrazione Trump.

3.1 La procedura di Chapter 11

Il *Chapter 11* nasce con l'intenzione di offrire all'impresa uno strumento di ristrutturazione flessibile, per consentirle di uscire dalla crisi usufruendo al contempo di tutta la protezione offerta da una procedura giudiziale²¹⁹.

Le due principali caratteristiche dell'istituto, flessibilità e protezione, presentano tuttavia dei risvolti negativi. La prima, seppur utile per adattare al meglio la soluzione finale alla singola realtà aziendale soggetta alla procedura, implica anche notevoli costi di valutazione della situazione concreta (si giustificherà tale appunto procedendo con l'esposizione). La seconda, invece, nonostante consenta di arginare i tentativi di *free-riding* e permetta al debitore di affrontare questa importante fase di transizione senza temere azioni giudiziali che possano mettere in pericolo il tentativo di ristrutturazione²²⁰, è tuttavia declinabile anche in funzione dilatoria: alcuni istituti introdotti dal legislatore, infatti, benché volti a tutelare le varie classi di *stakeholders*, possono prestarsi, in

²¹⁸ Act No. 116-54 of August 26, 2019, An Act To amend chapter 11 of title 11, United States Code, to address reorganization of small businesses, and for other purposes. D'ora in avanti abbreviato in *SBRA*.

²¹⁹ G. GERMAIN, *Bankruptcy Law and Practice*, op. cit., pp. 352-382.

²²⁰ Ci si riferisce principalmente all'istituto della "*automatic stay*", che consente al debitore di sospendere le azioni giudiziali intraprese nei suoi confronti per tutta la durata del procedimento di riorganizzazione: si veda in merito 11 U.S.C. § 362.

determinate circostanze, ad un utilizzo strumentale che, se eccessivo, può segnare l'insuccesso della procedura e destinare l'impresa alla cessazione dell'attività²²¹.

I difetti appena citati costituiscono, secondo diversi studiosi²²², le maggiori criticità dell'istituto.

Ripercorrendo le varie fasi del procedimento si presenterà l'occasione di notare quali snodi si prestino meglio ad evidenziare le storture appena descritte. Si intraprende dunque la disamina delle tappe più rilevanti ai fini della trattazione.

3.1.1. Apertura del procedimento e formazione dei comitati

Il debitore (apertura volontaria) o i creditori presentano (involontaria) una *petition* (l'equivalente di una domanda di ammissione al concordato preventivo) alla Corte competente per territorio²²³, scegliendo di risolvere la crisi tramite la procedura di *Chapter 11*²²⁴. Avviato l'*iter*, i primi passi consistono nella nomina o attivazione di una serie di organi funzionali al migliore svolgimento della riorganizzazione.

Il primo è lo *U.S. trustee*, che, previsto dalla legge come ufficio necessariamente presente nelle procedure di insolvenza²²⁵, si occuperà di supervisionare (e, in parte, guidare) il corretto svolgimento della procedura e, ove richiesto²²⁶, nominare uno *standing trustee* per gestire l'impresa debitrice nell'interesse della conservazione del patrimonio. Entrambe le figure affiancano la Corte nella gestione del caso e le rendono conto del proprio operato²²⁷.

²²¹ L'osservazione verrà ulteriormente illustrata sia nel presente capitolo che in quello successivo.

²²² Fra gli altri: D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, in *The Yale Law Journal*, 2006, Vol. 115, pp.1930-1970 e A. BRIS, N. ZHU, *The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization*, op. cit.

²²³ 11 U.S.C. §§ 301, 303.

²²⁴ L'ordinamento statunitense mette a disposizione altre procedure di risoluzione della crisi, utilizzabili a seconda della specifica tipologia di debitore. I procedimenti attivabili dalle imprese sono la *Chapter 7 Liquidation* e la *Chapter 11 Reorganization*. Altri tipi di soggetti, invece, possono accedere al *Chapter 12* o al *Chapter 13*.

²²⁵ 28 U.S.C. § 586.

²²⁶ Per le cause che conducono alla nomina del *trustee* si veda 11 U.S.C. § 1104.

²²⁷ Per i poteri e gli obblighi del *trustee* si vedano 11 U.S.C. § 704, § 1106.

Merita citare poi la figura c.d. “*debtor in possession*”, che costituisce l’alternativa “preferibile” alla designazione dello *standing trustee*. Come suggerisce il nome, si tratta di una qualifica di esclusiva attribuzione del debitore: la legge gli permette, invero, previo consenso della Corte, di conservare la gestione dell’attività in qualità di “custode”, fino al termine della procedura di riorganizzazione. Il suo compito consisterà nel preservare il patrimonio dell’ente e gli saranno conferiti a tal fine gli stessi poteri e doveri (e conseguenti responsabilità, sia civili che penali) previsti dal codice per il *trustee*²²⁸.

Altro apparato di rilievo è il *comitato ufficiale dei creditori chirografari*, composto dai sette detentori dei crediti più consistenti che si dichiarino disposti a farne parte: è nominato dal *trustee* e la sua funzione è quella di bilanciare i poteri del *debtor in possession* controllandone le operazioni²²⁹. I membri di tale comitato sono considerati “fiduciari” che agiscono per conto di tutti i creditori chirografari e possono avvalersi di consulenti specializzati a spese del patrimonio del debitore per monitorarne le attività²³⁰.

L’autorità giudiziaria, ove lo ritenesse necessario, può autorizzare la costituzione di ulteriori comitati, aventi la medesima funzione, per rappresentare altri gruppi di *stakeholders*²³¹ (come azionisti, creditori garantiti ecc...): anch’essi avranno diritto ad utilizzare risorse della massa attiva fallimentare per il proprio funzionamento²³².

Esistono anche comitati non ufficiali, spesso costituiti da gruppi interessati ad agire congiuntamente per proteggere i propri interessi; costoro, tuttavia, non essendo nati sotto l’egida giudiziale, operano a spese proprie.

I compensi dei vari professionisti deputati al controllo della gestione possono raggiungere importi elevati, il che impone cautela alla Corte nel considerare, in base alle dimensioni dell’ente oggetto e la complessità del caso, quanti comitati ufficiali sia opportuno istituire. In questa fase è difatti insita una delle potenziali criticità di cui si parlava poc’anzi: maggiore è l’impiego di consulenti tecnici, maggiori sono le somme che vengono sottratte alla massa fallimentare; di conseguenza, più risorse vengono

²²⁸ 11 U.S.C. § 1107.

²²⁹ 11 U.S.C. § 1102.

²³⁰ 11 U.S.C. § 1103.

²³¹ 11 U.S.C. § 1102.

²³² 11 U.S.C. § 1103.

destinate a costoro, meno ne resteranno da spartire fra gli altri interessati²³³.

3.1.2. Lo "exclusivity period"

Avviato il procedimento, le parti hanno a disposizione un periodo di tempo per svolgere le contrattazioni del caso e trovare un'intesa sulle distribuzioni da effettuare. Essendo tale procedura orientata a fornire una seconda *chance* al debitore, la legge concede un doppio termine entro il quale egli è l'unico soggetto autorizzato a presentare alla Corte un piano di riorganizzazione ed a farlo votare. Questo lasso di tempo (globalmente inteso) prende il nome di "*exclusivity period*" (cioè "periodo di esclusiva") e si articola in due segmenti temporali: il primo, di centoventi giorni, va dalla data di apertura del caso a quella di deposito del piano; il secondo, di centottanta, dall'apertura alla conclusione delle votazioni²³⁴.

Il termine dei centoventi dà (formalmente²³⁵) al debitore grande risalto nella dinamica della riorganizzazione, in quanto lui solo ha facoltà di formulare proposte e gestire le negoziazioni: tutti i creditori e possessori di titoli dovranno perciò farvi riferimento per discutere i termini dell'accordo. Tuttavia, nel caso il periodo di esclusiva si concluda senza il deposito di un piano, ogni parte interessata ne può presentare uno proprio (eventualmente anche con proposte di liquidazione). Le medesime considerazioni si estendono anche al periodo dei centottanta, ma è doveroso precisare che, riguardo al secondo, la sanzione processuale (perdita dell'esclusiva) scatta con riferimento alla fase di votazione: qualora, infatti, il piano sia stato depositato tempestivamente, la fase di votazione dovrà concludersi entro il centottantesimo giorno

²³³ G. GERMAIN, *Bankruptcy Law and Practice*, op. cit., pp. 352-382.

²³⁴ 11 U.S.C. § 1121. L'*exclusivity period* può essere ridotto o aumentato (per un massimo di, rispettivamente, diciotto e venti mesi) ove una parte lo richieda e la Corte ritenga che sussistano valide ragioni.

²³⁵ La realtà sostanziale può essere molto diversa: parte della negoziazione potrebbe essersi già svolta o addirittura alcuni dei creditori più forti dal punto di vista contrattuale potrebbero di fatto dettare le condizioni del piano; non è neanche improbabile l'ipotesi che si apra la procedura con un piano già pronto e votato, come si vedrà nel prosieguo del capitolo trattando dei pre-packaged plans. Per approfondimenti, si veda K. M. AYOTTE, E. R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, in *Journal of Legal Analysis*, 2009, Vol. 1, Issue 2, Pages 511-551.

dall'apertura della pratica, altrimenti tutti i possessori di titoli potranno presentare progetti di ristrutturazione alternativi e sottoporli ad approvazione²³⁶.

3.1.3. Il “disclosure statement”

Negoziare le spartizioni con i vari possessori di titoli, il debitore procede a stendere e presentare il piano alla Corte. All'atto del deposito, il proponente dovrà allegare una relazione chiamata “*disclosure statement*”: si tratta di un documento informativo avente la funzione di illustrare i contenuti del piano di ristrutturazione. La legge richiede che contenga «*informazioni adeguate*», cioè tutte quelle specifiche che un investitore ragionevole richiederebbe per poter esprimere un giudizio informato (che si tradurrà poi in voto informato) sul piano²³⁷.

Depositati i due atti, questi vengono inviati in forma ufficiale al debitore, al *trustee* e ai titolari delle pretese; viene inoltre fissata un'udienza per l'approvazione del contenuto del *disclosure statement* e l'autorizzazione a svolgere le procedure di voto. Scopo della seduta è verificare se il prospetto illustrativo contenga le informazioni richieste dalla normativa²³⁸. Tutte le parti interessate ricevono a tal fine un avviso, il cui contenuto comprende la data dell'udienza e il termine per la presentazione di obiezioni al prospetto illustrativo²³⁹.

Merita sottolineare che, nella presente fase, le censure sottoponibili all'attenzione della Corte riguardano solo l'adeguatezza e la completezza dell'informativa, non il merito del piano. Le parti che ritengono lo *statement* non esaustivo o carente, hanno pertanto occasione di ricevere ulteriori informazioni o chiarimenti prima che questa sia approvata dalla Corte.

Le autorità giudiziarie sono solitamente ben disposte ad accogliere questo tipo di richieste e sollecitano spesso i proponenti ad integrare i contenuti mancanti. Alcuni

²³⁶ 11 U.S.C. §1121.

²³⁷ 11 U.S.C. § 1125.

²³⁸ *Ibidem*.

²³⁹ U.S. Federal Rules of Bankruptcy Procedure, Rule 3017.

organi giudicanti sfruttano inoltre questo momento processuale per valutare sommariamente il merito del piano, operando una funzione di filtro preliminare nei confronti di quei progetti che contengono disposizioni palesemente discriminatorie²⁴⁰.

È frequente, inoltre, che in questa fase vengano apportate ulteriori modifiche alle previsioni del riparto in seguito alla presentazione di richieste di chiarimenti o informazioni²⁴¹. In tal caso il proponente deve comunque garantire un intervallo minimo di ventotto giorni fra la data dell'ultima variazione e quella di svolgimento dell'udienza²⁴².

Molte società ritengono che la diffusione della notizia di apertura del caso possa compromettere le loro prestazioni economiche e, data la delicatezza del momento, preferiscono chiudere la procedura il più rapidamente possibile. Un metodo piuttosto diffuso per ridurre i tempi al minimo è la stesura di un piano c.d. “*pre-packaged*” (cioè “preconfezionato”): l'idea è quella di negoziarne i termini e ottenere sufficienti consensi per l'autorizzazione prima di aprire il procedimento, presentando poi congiuntamente sia la *petition* che il piano con i voti favorevoli già attestati e giungendo immediatamente alla fase di conferma. L'intero svolgimento della procedura risulterebbe così limitato al tempo necessario per depositare l'atto introduttivo e svolgere l'udienza di conferma del piano²⁴³.

3.1.4. Classificazione dei crediti e contenuto del piano

Il codice stabilisce che il piano debba rispettare dei precisi requisiti inerenti la “forma”²⁴⁴ del suo contenuto. È stabilito, infatti, che si debbano dividere i creditori in classi distinte, accomunate al loro interno dalla titolarità di pretese «*sostanzialmente*

²⁴⁰ G. GERMAIN, *Bankruptcy Law and Practice*, op. cit., pp. 352-382.

²⁴¹ *Ibidem*.

²⁴² U.S. Federal Rules of Bankruptcy Procedure, Rule 2002.

²⁴³ 11 U.S.C. § 1125 (g).

²⁴⁴ Il termine *forma* è qui utilizzato in senso lato, volendosi riferire con tale vocabolo soltanto alle modalità di stesura del piano, escludendone il contenuto sostanziale.

simili», (si vedano i criteri esposti nel paragrafo 1.4) e indicarne il rispettivo trattamento economico²⁴⁵. In una medesima categoria confluiranno dunque soggetti che vantano gli stessi diritti nei confronti del debitore e che costituiscono espressione di interessi economici simili: vi saranno, ad esempio, il raggruppamento dei fornitori, degli obbligazionisti, dei mutuantisti ecc...

La ripartizione presenta tuttavia dei margini di discrezionalità, specialmente quando si tratta di aggregare posizioni equivalenti dal punto di vista dei diritti, ma sfalsate sul piano economico²⁴⁶: è impossibile che un creditore prelatizio venga assimilato ad un chirografario, ma potrebbero invece coesistere all'interno di una medesima classe un fornitore garantito e un istituto di credito titolare di un mutuo ipotecario; o ancora un titolare di obbligazione generica e una controparte aziendale che ha eseguito una prestazione mai retribuita. Constatata la parziale variabilità delle suddivisioni, si può comprendere come lo svolgimento di una tale operazione possa conseguentemente formare oggetto di controversia fra proponente e interessati: non di rado è capitato che le classi fossero state delineate dal redattore in maniera strumentale, al fine di rendere più agevole l'approvazione del piano presentato²⁴⁷.

3.1.5. Le votazioni

Autorizzato il *disclosure statement* e soddisfatti i requisiti “formali” di contenuto, si può procedere alla votazione²⁴⁸.

Il piano potrà essere confermato solo se tutte le classi lo approveranno con le maggioranze interne richieste, o in alternativa se, pur non avendo raccolto abbastanza sostegni, il debitore riuscirà a soddisfare i presupposti di esercizio del *cramdown* rispetto

²⁴⁵ 11 U.S.C. § 1122, § 1123.

²⁴⁶ G. GERMAIN, *Bankruptcy Law and Practice*, op. cit., pp. 352-382.

²⁴⁷ Si vedano, ad esempio: *In Re Us Truck Co.*, 800 F.2D 581 (6th Circuit 1986) e *In Re Bernhard Steiner Pianos Usa, Inc.*, 292 B.R. 109 (Bankruptcy N.D. Texas 2002).

²⁴⁸ 11 U.S.C. § 1125.

a ciascuna classe dissenziente²⁴⁹. Ci si occuperà di questa seconda ipotesi nel prossimo paragrafo.

La legge richiede che, per autorizzare il progetto di ristrutturazione tramite consenso, sia necessaria l'approvazione di *tutte* le classi di titolari di diritti patrimoniali nei confronti dell'impresa²⁵⁰.

Perché si possa conteggiare una categoria come favorevole, è necessario che, all'interno della stessa, si raggiunga un *quorum* costituito da più di 1/2 degli appartenenti, che rappresentino al contempo almeno i 2/3 dell'importo totale dei crediti del gruppo in questione. È richiesta dunque una doppia maggioranza.

Unica eccezione è costituita dalle classi di azionisti, per cui il codice richiede una maggioranza singola: è sufficiente che si esprimano affermativamente i 2/3 delle quote²⁵¹.

Per completezza, merita precisare che solo i votanti vengono considerati nel denominatore: gli astenuti sono considerati come non esistenti e non rientrano nei calcoli²⁵². Inoltre, la Corte può escludere dal computo (similmente a quanto avviene con gli astenuti) i voti espressi in mala fede²⁵³.

Altre due regole sono importanti. Le classi che, secondo le previsioni del piano, non subiscono modificazioni dei propri diritti (c.d. *unimpaired*) sono considerate automaticamente favorevoli; quelle, invece, i cui diritti vengono completamente estinti, sono considerate contrarie²⁵⁴.

Il concetto di *impairing*²⁵⁵ è stringente: qualsiasi proposta di modifica dei diritti assegnati al soggetto attivo di un determinato rapporto dalla legge o dal titolo, costituisce *impairing* e fornisce diritto di voto all'interno della procedura²⁵⁶.

²⁴⁹ 11 U.S.C. § 1129.

²⁵⁰ 11 U.S.C. § 1129 (a)(8).

²⁵¹ 11 U.S.C. § 1126.

²⁵² *Ibidem*.

²⁵³ *Ibidem*. La norma contempla nel suo ambito di applicazione sia la mala fede del votante, che quella di un terzo che abbia indotto lo *stakeholder* ad esprimere il proprio voto conformemente alla sua volontà.

²⁵⁴ 11 U.S.C. § 1126.

²⁵⁵ Si potrebbe tradurre in italiano con “pregiudicazione”; indica una parte che subisce un pregiudizio verso la propria posizione giuridica.

²⁵⁶ 11 U.S.C. § 1124.

La votazione avviene tramite invio delle dichiarazioni di voto al proponente, che riceve e calcola i risultati. L'esito sarà poi presentato alla Corte e discusso durante l'udienza di conferma²⁵⁷.

3.1.6. La "confirmation hearing"

La *confirmation hearing*, (ovvero “*udienza di conferma*”), si tiene non prima di ventotto giorni dalla conclusione del voto²⁵⁸ e costituisce, potenzialmente, lo snodo finale del procedimento. Si aprono infatti, in base all'esito delle consultazioni, tre scenari paralleli: il primo, ove siano stati integrati *tutti* i requisiti previsti dalla § 1129, conduce all'autorizzazione del piano e alla chiusura del caso; il secondo, nel caso in cui siano soddisfatti tutti i parametri richiesti dalla § 1129, tranne il raggiungimento del *quorum*²⁵⁹, permette al redattore di invocare la conferma tramite *cramdown*²⁶⁰; il terzo, conseguenza del mancato ottenimento di consensi sufficienti e dell'impossibilità di utilizzare il *cramdown*, determina la bocciatura del piano e la possibilità per il debitore di presentarne uno nuovo. Stavolta però, un eventuale decorso dei termini dell'*exclusivity period*, potrebbe aver fornito l'opportunità di redigere e far votare un progetto di ristrutturazione anche agli altri interessati.

Si può dire, in conclusione, che questo momento processuale rappresenti un crocevia nella dinamica della riorganizzazione: in presenza di un largo consenso sulle previsioni del piano, si tratterà quasi di una formalità; in caso contrario, invece, si potrebbero allungare di molto i tempi di chiusura del caso e addirittura compromettere la concreta fattibilità della ristrutturazione. Soprattutto nel caso in cui una o più classi dissentano e si debbano verificare i presupposti per l'esercizio del *cramdown*, l'udienza di conferma potrebbe trasformarsi da mero vaglio di regolarità formale a vero e proprio dibattito: è difatti probabile che la valutazione di equità delle disposizioni del piano richieda lunghe

²⁵⁷ 11 U.S.C. § 1128.

²⁵⁸ U.S. Federal Rules of Bankruptcy Procedure, Rule 2002.

²⁵⁹ 11 U.S.C. § 1129 (a) (8).

²⁶⁰ 11 U.S.C. § 1129 (b).

e complesse verifiche da parte della Corte, dilatando così i tempi della procedura²⁶¹.

Si procede dunque all'esame dei requisiti che, nell'ordinamento americano, rendono possibile la conferma del piano.

3.1.7. Requisiti di conferma

La § 1129 contiene i requisiti di conferma del piano, che costituiscono il parametro cui il giudice farà riferimento per decidere se autorizzare o meno la proposta di ristrutturazione.

La *section* si divide in due paragrafi, “(a)” e “(b)”, di cui: il primo elenca tutte le condizioni necessarie per ottenere l'omologazione; il secondo consente al giudice di far eseguire il piano, anche qualora non fosse raggiunto il *quorum* per l'approvazione, verificandone *fairness* ed *equitability* (giustizia ed equità)²⁶².

Si riportano di seguito le previsioni più rilevanti ai fini della presente trattazione.

3.1.7.A. La § 1129 (a)

Tutti i requisiti della § 1129 (a), tranne il numero (8), devono risultare soddisfatti perché il giudice possa confermare il piano. Fra questi, i più importanti:

- § 1129(a)(7). *Best interest of creditors' test*.

Il promotore del piano deve dimostrare che ogni singolo creditore dissenziente riceverà un ammontare di risorse dal valore attuale almeno pari a quello che avrebbe ricevuto in liquidazione²⁶³.

- § 1129(a)(8). Accettazione da parte di ogni classe.

Ogni classe deve o accettare il piano o risultare impregiudicata dalle sue

²⁶¹ G. GERMAIN, *Bankruptcy Law and Practice*, op. cit., pp. 352-382.

²⁶² Espressioni riprese dal testo della 11 U.S.C. § 1129 (b).

²⁶³ Ci si riferisce alla procedura di *Liquidation*, regolata dalle norme dello U.S. Code, Title 11, Chapter 7.

previsioni (e quindi automaticamente favorevole). Questo è l'unico requisito non indispensabile per la conferma: difatti, ove una o più classi non accettassero, il piano potrebbe comunque essere confermato mediante il soddisfacimento dei parametri della S1129(b).

- § 1129(a)(10). Approvazione da parte di almeno una classe *impaired*.

Il piano deve essere approvato da almeno una classe che subisce modifiche ai propri diritti; altrimenti, non potrà essere confermato dal giudice.

- § 1129(a)(11). Fattibilità.

Il debitore deve dimostrare che il piano ha ragionevoli probabilità di essere completato senza bisogno di ulteriori riorganizzazioni.

3.1.7.B. Il "cramdown": 11 U.S.C. § 1129(b)

Il paragrafo (b) entra in gioco qualora il debitore soddisfi tutti i requisiti per la conferma, ad eccezione di quello esplicitato in §1129(a)(8) (approvazione da tutte le classi), e consente al giudice di autorizzare comunque la riorganizzazione, superando il rifiuto di una o più classi di interessati, ove ritenga che il piano sia «*giusto ed equo*» e che «*non discrimini ingiustamente*»²⁶⁴ i creditori.

Il concetto di “*ingiusta discriminazione*” è relativamente semplice.

Se due classi detengono titoli aventi la medesima priorità, un piano non può destinare una percentuale inferiore di risorse a una delle due, a meno che quest’ultima non acconsenta. Ciò non impone tuttavia un trattamento identico per tutti i gruppi con lo stesso grado di prelazione: è difatti possibile attribuire la stessa percentuale di risorse pur con differenti mezzi, nel caso le caratteristiche soggettive degli interessati lo consentano. Per esempio, ad una vittima di illecito civile bisognosa di un intervento chirurgico, potrebbe essere riservato un pagamento in contanti; un investitore istituzionale, invece,

²⁶⁴ Espressioni tradotte dalle originarie, contenute in 11 U.S.C. § 1129 (b) (1): «*fair and equitable*» e «*[...]does not discriminate unfairly*».

potrebbe essere parimenti soddisfatto ricevendo un'obbligazione a lungo termine dello stesso valore, ove non abbia analoghe necessità di fondi liquidi.

Il piano supererà dunque il vaglio giudiziale qualora esistano motivazioni oggettive per giustificare il diverso trattamento; sempre che alle due categorie venga assegnata la stessa percentuale di utilità²⁶⁵.

L'attenzione principale è da sempre rivolta (come osservato nel capitolo 2) al parametro del "*giusto ed equo*", che dal 1939 è stato identificato con la *absolute priority rule*. Il legislatore del '78, però, discostandosi dall'interpretazione originaria, ha assegnato alla norma un ruolo di tutela derogabile dalla volontà dei creditori, lasciando che entri in funzione solo ove non si raggiunga la quota di consensi necessaria all'approvazione del piano.

Il paragrafo che esplicita lo standard del *fair and equitable* è diviso in tre parti, ognuna determinante il grado di soddisfacimento minimo delle varie categorie ai fini del legittimo esercizio del *cramdown*. In altre parole, viene stabilito in che misura debbano essere compensate le varie classi dissenzienti affinché sia possibile superarne la mancata approvazione.

Le disposizioni di riferimento sono: §1129(b)(2)(A), per la soddisfazione dei creditori garantiti; §1129(b)(2)(B), per i non garantiti; §1129(b)(2)(C), per le partecipazioni azionarie.

3.1.7.B.I. *Cramdown* dei creditori garantiti

Come anticipato nel capitolo 1, l'istituto del *cramdown* nasce con lo scopo di impedire ad una classe di creditori di bloccare la ristrutturazione per scopi opportunistici, cioè nel tentativo di estorcere più utilità di quanto sarebbe equo, considerato il contesto di difficoltà economica. Tuttavia, poiché tale potere giudiziale permette di superare la volontà di soggetti che in questa delicata fase rischiano di perdere le proprie risorse e

²⁶⁵ D. G. BAIRD, *Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 69-74.

dunque avrebbero potere decisionale²⁶⁶, la legge impone delle cautele per l'utilizzo dello strumento.

Esistono tre modalità, fra loro alternative, in cui è possibile integrare i requisiti normativi inerenti il *cramdown* dei prelatizi:

- § 1129 (b)(2)(A)(i). Le disposizioni del piano di ristrutturazione devono permettere al creditore, sia di conservare la garanzia sul bene (quindi la porzione di patrimonio in oggetto resterà gravata dal vincolo), che di ricevere in compensazione, anche con eventuale prolungamento del termine, una somma di importo *nominale* pari al totale del credito ammesso alla procedura, e valore *attuale* pari a quello del bene concesso in garanzia. Ciò significa che, al fine di mantenere il valore *attuale*, il pagamento previsto dovrà includere degli interessi tali da equiparare la somma totale, erogata nell'arco di tempo indicato nel piano, al valore stimato del bene al tempo della procedura.

Si ipotizzi, per esempio, che una classe dissenziente sia composta da una serie di crediti scaduti da 100.000 euro, garantiti da altrettanti immobili che, al tempo della riorganizzazione, vengono valutati 70.000 euro. Per poter esercitare il *cramdown*, il piano dovrà assegnare ai titolari una quantità di risorse di valore nominale pari a 100.000 euro, prevedendo una tempistica di pagamento o degli interessi tali che, una volta estinto il debito, il valore ricevuto sia equivalente ad un pagamento di 70.000 euro, alla data di autorizzazione della riorganizzazione;

- § 1129 (b)(2)(A)(ii). Il piano può prevedere la vendita di un bene vincolato a garanzia di un credito: in tal caso, una volta devoluto l'intero ricavato al titolare, sarà soddisfatta la condizione richiesta;

- § 1129 (b)(2)(A)(iii). Come ultima opzione, il progetto può destinare ai creditori garantiti una forma di compensazione che costituisca «*l'equivalente indubbio*» dei loro crediti. Il significato di tale espressione è stato interpretato negli anni dalla giurisprudenza in senso sempre restrittivo, con l'intenzione di non far sì che tale espressione divenisse una scappatoia per i debitori: prodotto delle varie pronunce è un parametro molto rigoroso, che rende poco conveniente per il debitore ricorrere a questa

²⁶⁶ Si veda, in proposito, par 1.2.

opzione di *cramdown*²⁶⁷.

3.1.7.B.II. Cramdown dei crediti chirografari²⁶⁸

Il secondo sottoparagrafo è dedicato alla categoria dei chirografari. Per costoro la condizione di superamento del dissenso è più semplice (concettualmente), in quanto è richiesto che venga loro assegnato un ammontare di risorse corrispondente all'importo del credito ammesso, prima che ai detentori di pretese gerarchicamente inferiori venga distribuito alcunché. In altre parole, i creditori devono essere pagati per intero, oppure nessun azionista potrà ricevere utilità.

Ecco dunque la trasposizione in norma positiva della *absolute priority rule* cui si faceva riferimento al termine del capitolo 2.

C'è però un cambiamento sostanziale nell'approccio alla regola, che è rappresentato dalla possibilità di derogarvi: qualora tutte le classi di creditori si esprimano a favore di uno schema di ripartizione delle ricchezze deviante dall'*APR*, la norma non produrrà i suoi effetti e la distribuzione si potrà attuare come congegnata; viceversa, ove il piano presentato riservasse delle quote di partecipazione al debitore senza compensare integralmente i creditori e questi ultimi dissentissero, il giudice dovrà verificare il rispetto della *absolute priority* ai fini dell'esercizio del *cramdown*.

Differente era il meccanismo introdotto da *Case*, per il quale il rispetto della *APR* costituiva invece un requisito aggiuntivo rispetto al raggiungimento delle maggioranze richieste dalla legge: il piano doveva essere sia approvato dalle parti, che risultare *fair and equitable* agli occhi del giudice.

3.1.7.B.III. Cramdown degli azionisti²⁶⁹

²⁶⁷ Il *leading case* di questo approccio è *In re Murel Holding Corp.*, 75 F.2d 941 (2nd Circuit 1935), dove il giudice Learned Hand affermò l'esigenza che la compensazione necessaria per giustificare l'esercizio del *cramdown* dovesse essere «*a substitute of the most indubitable equivalence*». Tale orientamento è poi stato confermato negli anni: si vedano a tal proposito le più recenti *In re Walat Farms Inc.*, 70 B.R. 330 (Bankruptcy E.D. Michigan 1987) e *In Re Arnold & Baker Farms*, 85 F.3d 1415 (9th Circuit 1996).

²⁶⁸ 11 U.S.C. § 1129 (b)(2)(B).

²⁶⁹ 11 U.S.C. § 1129 (b)(2)(C).

L'ultima parte si occupa degli ex-soci. Trattandosi della categoria di *stakeholders* fisiologicamente destinata a sopportare il rischio di impresa, la tutela è molto più ridotta e si limita a far rispettare la gerarchia interna fra azionisti nel caso in cui esistano delle posizioni privilegiate (o subordinate) rispetto ad altre.

La norma prevede che, al fine di integrare lo standard del *fair and equitable*, alle eventuali azioni privilegiate vada riconosciuta la loro preferenza ²⁷⁰. Questa può applicarsi, in base alle specifiche statuizioni, sia ai dividendi (in tal caso il piano dovrà riconoscere ai titolari dei vantaggi nella spartizione degli utili futuri), che ad eventuali "preferenze di liquidazione" o prezzi di rimborso (in talaltro le risorse residue dovranno essere distribuite prioritariamente agli azionisti privilegiati, fino al raggiungimento della misura indicata dalle specifiche pattuizioni esistenti fra i soci).

Anche gli azionisti ordinari sono tutelati, ma in modo minore. Un piano non è *giusto ed equo* per tale classe a meno che non fornisca utilità di valore almeno pari a quello delle quote possedute²⁷¹. Si tratta di un requisito che impedisce ai creditori di appropriarsi dell'intero valore di un debitore solvibile, ma le circostanze in cui se ne domanda il rispetto sono piuttosto rare: non sono difatti comuni le riorganizzazioni di imprese con un attivo totale superiore al passivo accumulato²⁷².

3.1.8. Postilla ai requisiti di conferma

Conclusa la disamina dei requisiti di conferma, si ritiene opportuno effettuare una considerazione conclusiva, volta a precisare alcune delle osservazioni svolte nei paragrafi precedenti, in merito alle possibilità di ritardi nel processo.

Le obiezioni presentate durante il *confirmation hearing* dipendono dal risultato delle votazioni e sono diverse rispetto a quelle presentate nella fase di approvazione del

²⁷⁰ 11 U.S.C. § 1129 (b)(2)(C)(i).

²⁷¹ 11 U.S.C. § 1129 (b)(2)(C)(ii).

²⁷² Così D.G. BAIRD, *Elements of Bankruptcy*, op. cit., pp. 69-74.

disclosure statement. Nella prima circostanza, infatti, le censure delle parti interesseranno il contenuto sostanziale del piano, cioè il trattamento previsto per ogni categoria. Fra le varie ragioni che possono giustificare il sorgere delle controversie, vi è spesso la differenza fra i valori stimati dalle parti in merito ad alcuni elementi patrimoniali o addirittura al valore complessivo dell'azienda. Per dirimere la questione il giudice dovrà necessariamente rivolgersi ad esperti indipendenti e imparziali, che effettuino valutazioni degli *assets* o delle prospettive future dell'impresa per suo conto, fornendogli così un metro di giudizio adeguato per statuire sulla questione. Ciò potrebbe determinare, come accennato sopra, una crescita dei tempi e dei costi del procedimento che, essendo a carico del patrimonio del debitore, andranno a compromettere la possibilità di riuscita della riorganizzazione.

3.1.9. Autorizzazione ed esecuzione

Verificata la presenza dei requisiti indicati nel precedente paragrafo, il giudice può procedere alla conferma e il piano entra in vigore: le previsioni ivi contenute esplicano il loro effetto dalla data di autorizzazione, creando nuovi diritti patrimoniali che vanno a sostituirsi a quelli esistenti prima dell'apertura del procedimento, e valgono sia nei confronti di qualsiasi soggetto vanti diritti verso l'entità riorganizzata, che verso i terzi²⁷³. L'ex-debitore può in tal modo beneficiare del *discharge* (cioè la liberazione da tutti gli obblighi contratti prima dell'inizio della procedura) pur essendo vincolato al rispetto degli adempimenti rinegoziati.

Terminata la fase giudiziale, la ristrutturazione può finalmente essere eseguita secondo le modalità approvate.

3.2. La "new value exception" secondo "North LaSalle"

²⁷³ 11 U.S.C. § 1141.

Effettuando l'analisi della disciplina vigente è necessario menzionare anche la *new value exception*. Come visto nel capitolo 2, la regola, introdotta nel '39 dalla sentenza *Case*, costituisce un'eccezione alla dottrina della *APR*, che permette al debitore di riservarsi, all'interno del piano, una determinata quota di utilità in cambio di nuovi conferimenti che siano però "*ragionevolmente equivalenti*"²⁷⁴ alla prima. La sua *ratio* risiede infatti nell'esigenza di attrarre nuove risorse al fine di rivitalizzare l'impresa in un contesto di difficoltà.

La vicenda di questa norma ha vissuto qualche ulteriore sviluppo dal 1939 a oggi, di cui si ritiene opportuno rendere conto.

Dopo la codificazione del '78, vi sono stati quasi due decenni in cui l'esistenza della *NVE* è stata messa in dubbio²⁷⁵. Alcune corti sostenevano che, essendo stata trasposta in norma solo una delle due creazioni giurisprudenziali della sentenza *Case* (la *APR*), si dovesse desumere dalla scelta del legislatore che l'altra fosse stata rigettata dall'ordinamento, in quanto non inclusa nella nuova codificazione organica della materia fallimentare²⁷⁶.

Altri giudici, invece, ritenevano che la decisione del Congresso di non pronunciarsi sull'esistenza di tale deroga dovesse essere interpretata come una forma di assenso al permanere della regola all'interno del sistema: sarebbe stato insomma un volontario "non-intervento"²⁷⁷.

I dubbi della comunità giuridica sono stati parzialmente risolti nel 1999 dalla sentenza *Bank of America v. 203 North LaSalle*²⁷⁸, che, pur non sancendo definitivamente la validità della *new value exception*, ha imposto il rispetto di un nuovo requisito per l'approvazione dei piani che avrebbero fatto ricorso alla suddetta deroga.

²⁷⁴ Si veda in proposito il capitolo 2.

²⁷⁵ L. J. RUSCH, *The New Value Exception to the Absolute Priority Rule in Chapter 11 Reorganizations: What Should the Rule Be*, in *Pepperdine Law Review*, 1992, Vol. 19, pp. 1311-1336.

²⁷⁶ Si veda, ad esempio: *Piedmont Associates. v. CIGNA Property & Casualty Ins.*, 132 B.R. 75, 79 (N.D. Georgia 1991).

²⁷⁷ Come In Re 222 *Liberty Associates*, 108 B.R. 971, 983-85 (Bankruptcy E.D. Pennsylvania 1990).

²⁷⁸ U.S. Supreme Court, *Bank of America v. 203 North LaSalle Partnership*, 526 U.S. 434 (1999).

3.2.1. "Bank of America v. 203 North LaSalle"

Il caso riguardava la riorganizzazione di una società immobiliare in crisi che, affermando l'esistenza della *NVE* e sfruttandone la conseguente opportunità di deroga all'*APR*, aveva sottoposto al voto un piano in cui, a fronte di un nuovo conferimento in denaro, il debitore si riservava l'intera proprietà dell'impresa.

Alcune classi di creditori avevano espresso voto contrario, ma i giudici dei gradi inferiori, ritenendo entrambi valide le suddette previsioni, avevano esercitato il *cramdown* nei confronti dei dissenzienti e concesso l'autorizzazione²⁷⁹.

La Bank of America, creditore principale, ritenendo che una ristrutturazione così congegnata costituisse una forma di elusione dei pagamenti dovuti, per di più in violazione della *APR*, aveva impugnato la decisione d'appello e portato la causa in Corte Suprema²⁸⁰.

La pronuncia definitiva vede una giuria quasi unanime (8-1) nel riconoscere le ragioni del *petitioner* (attore)²⁸¹.

Nel motivare la sentenza, però, la Corte non prende una posizione esplicita nell'affermare o meno l'esistenza della *new value exception*, ma si limita a statuire che, nel caso questa fosse parte dell'ordinamento, non potrebbe comunque costituire una negazione della *APR*: ciò imporrebbe, dunque, l'individuazione di un parametro ben preciso al fine di misurare l'equivalenza fra nuova liquidità immessa e partecipazioni ottenute in cambio.

Si riportano le parole del giudice estensore D.H. Souter per chiarire al meglio quanto affermato:

«La Corte non decide se lo statuto preveda un corollario o un'eccezione di nuovo valore. La storia redazionale è equivoca, ma non scredita la possibilità, osservabile nel testo normativo, che la § 1129 (b)(2)(B)(ii) possa contenere un

²⁷⁹ Vicenda riportata in *Bank of America v. 203 North LaSalle Partnership*, Oyez, www.oyez.org/cases/1998/97-1418, ultimo accesso: 16.08 del 19/03/2020.

²⁸⁰ *Bank of America v. 203 North LaSalle Partnership*, 526 U.S. 434 (1999).

²⁸¹ *Ibidem*.

corollario di questo tipo²⁸²»).

I giudici scelgono di non dirimere la questione dell'esistenza della *NVE*, ma al contempo affermano che né il testo della legge, né le bozze congressuali offrono argomenti per escluderla. Di conseguenza, eventuali piani di riorganizzazione che facciano leva su tale regola, potrebbero essere autorizzati. Vi sono però delle condizioni da rispettare:

«[Un nesso di] causalità tra le vecchie quote azionarie e delle partecipazioni successive abbastanza numerose da censurare un piano[,] si riscontrerebbe presumibilmente [...] qualora gli azionisti ottenessero o conservassero una quota di partecipazioni per meno di quanto qualcun altro avrebbe pagato²⁸³»).

Con queste parole la Corte introduce una nuova riflessione: è sì possibile permettere ai vecchi soci di conservare una partecipazione in società a fronte del conferimento di nuove utilità, ma non è ammissibile che sia loro riservato uno “sconto”. Il nuovo conferimento non deve essere inferiore a quanto un qualsiasi altro acquirente sarebbe stato disposto a pagare; dunque:

«[Ipotizzando [l'esistenza di] un nuovo corollario di valore, i piani che forniscono ai titolari di interessi junior opportunità esclusive libere dalla concorrenza e senza il beneficio della valutazione di mercato rientrano nel divieto di cui all'articolo 1129(b)(2)(B)(ii)²⁸⁴»).

Si va ancora oltre: fornire al debitore l'opportunità esclusiva di acquistare le nuove azioni della società senza permettere ad altri di competere con lui per l'affare, costituisce una violazione della *APR*.

«L'esclusività dell'opzione, con la sua protezione dalla verifica di mercato sul prezzo d'acquisto stabilito, rende il diritto [di opzione] dei soci una forma di utilità concessa "in cambio" della vecchia posizione azionaria e dunque soggetto all'obiezione di una classe di creditori *senior* non compensati. In un piano che offre l'esclusiva ai vecchi azionisti, qualsiasi determinazione che il prezzo di acquisto sia

²⁸² Passo originale in 526 U.S. 434 (1999): «*The Court does not decide whether the statute includes a new value corollary or exception. The drafting history is equivocal, but does nothing to disparage the possibility apparent in the statutory text, that § 1129(b)(2)(B)(ii) may carry such a corollary*».

²⁸³ Passo originale in 526 U.S. 434 (1999): «*Causation between the old equity's holdings and subsequent property substantial enough to disqualify a plan would presumably occur on this view [...whenever old equity's later property would come at a price that failed to provide the greatest possible addition to the bankruptcy estate, i. e.,] whenever the equity holders obtained or preserved an ownership interest for less than someone else would have paid*».

²⁸⁴ Passo originale in 526 U.S. 434 (1999): «*Assuming [the existence of] a new value corollary, plans providing junior interest holders with exclusive opportunities free from competition and without benefit of market valuation fall within § 1129(b)(2)(B)(ii)'s prohibition*».

il più alto possibile sarebbe necessariamente effettuata dal giudice fallimentare, mentre il modo migliore per determinare il valore è l'esposizione ad un mercato. Nell'interesse della coerenza normativa, lo sfavore del codice dell'insolvenza per le decisioni non sottoposte al gioco concorrenziale dovrebbe estendersi alle valutazioni nell'applicazione della § 1129(b)(2)(B)(ii) quando una qualche forma di valutazione di mercato fosse disponibile per verificare l'adeguatezza del conferimento proposto dal vecchio azionariato²⁸⁵>>.

È proprio l'esclusività del diritto all'offerta il punto critico della *new value exception* come concepita finora: tale opportunità fornisce al debitore un vantaggio economico che si può tradurre in risparmio per lui e in perdita per i creditori, qualora altri potenziali acquirenti fossero stati disponibili ad offrire di più. Rappresentando dunque un valore, il "diritto di esclusiva" configura un'ipotesi di attribuzione di utilità al debitore "in cambio" delle vecchie partecipazioni e ciò, ove vi siano pretese creditorie insoddisfatte, non è permesso dalla *APR*. Inoltre, nel caso in cui un piano riservi la possibilità di acquistare nuovi titoli solo agli ex-soci, la valutazione della *ragionevole equivalenza* del compenso, sarà rimessa interamente alla discrezionalità di una persona (o comunque di un piccolo gruppo) e sarà effettuata sulla base di una singola offerta. Per quanto competente e affidabile possa risultare la determinazione dell'organo giudicante, resteranno comunque dei margini di errore.

La soluzione individuata dalla Corte per entrambi i problemi è rimettersi alla valutazione del mercato; la suprema magistratura ha difatti ritenuto che quest'ultima costituisca la migliore modalità di stima possibile nell'ambito di un sistema economico capitalista.

Si introduce così un indice preciso e affidabile con cui saggiare la quantità di nuove risorse apportate dal vecchio debitore: il requisito della *ragionevole equivalenza* stabilito in *Case* andrà letto come un test di mercato e perciò anche altri investitori potranno

²⁸⁵ Passo originale in 526 U.S. 434 (1999): «*The exclusiveness of the opportunity, with its protection against the market's scrutiny of the stated purchase price, renders the partners' right a property interest extended "on account of" the old equity position and therefore subject to an unpaid senior creditor class's objection. Under a plan granting old equity on exclusive right, any determination that the purchase price was top dollar would necessarily be made by the bankruptcy judge, whereas the best way to determine value is exposure to a market. In the interest of statutory coherence, the Bankruptcy Code's disfavor for decisions untested by competitive choice ought to extend to valuations in administering § 1129(b)(2)(B)(ii) when some form of market valuation may be available to test the adequacy of an old equity holder's proposed contribution*».

formulare offerte per l'acquisto delle nuove azioni; in tal modo si garantirà che le quote siano cedute al maggior prezzo possibile e che i creditori siano soddisfatti al meglio.

La sentenza impone dunque lo svolgimento di un *market test* per l'approvazione di piani in cui al vecchio debitore siano assegnate nuove azioni. Ciò si potrebbe concretizzare attraverso la presentazione di piani concorrenti o tramite un'asta per l'acquisizione dei titoli emittendi.

Il nuovo requisito potrebbe apparire come un cambiamento di scarsa importanza, ma vale la pena notare che prima di *North LaSalle*, i piani costruiti sulla *NVE* consentivano ai vecchi proprietari di rilevare, in esclusiva, le aziende ristrutturate a prezzi decisamente modesti²⁸⁶.

Riassunte le vicende più "attuali" che hanno interessato la *NVE*, si conclude l'esame dell'assetto odierno della *absolute priority rule* e del suo corollario. Quanto esposto finora, tuttavia, costituisce la normativa applicabile solo alle grandi e medie imprese. Relativamente alle piccole, invece, resta da presentare una recente novità legislativa, che ha modificato l'approccio alle distribuzioni all'interno dei piani di riorganizzazione per le realtà imprenditoriali di dimensioni minori: si tratta dello *Small Business Reorganization Act* del 2019²⁸⁷.

3.3. Lo "SBRA": riorganizzazioni in deroga alla APR

Lo *Small Business Reorganization Act* nasce con l'intento di prevedere uno strumento di ristrutturazione più rapido e adeguato alle esigenze delle piccole imprese²⁸⁸,

²⁸⁶ N. L. GEORGAKOPOULOS, *New Value, after LaSalle*, in *Bankruptcy Developments Journal*, 2003-2004, Vol. 20, No. 1

²⁸⁷ Si veda la prima nota del capitolo 3.

²⁸⁸ L'ambito di applicazione della normativa era originariamente limitato alle attività commerciali o professionali aventi debito complessivo (esclusi i debiti verso soci o associati) non superiore a 2.725.625 dollari (importo definito in data 04/04/2019 e soggetto a rivalutazione periodica), di cui non meno del 50% di tale debito deve essere sorto dallo svolgimento di suddetta attività (quindi non relativo a spese personali). Si veda 11 U.S.C. § 101(51D)(A). Il *CARES Act* (*A bill to provide emergency assistance and health care response for individuals, families, and businesses affected by the 2020 coronavirus*

rispetto alla "tradizionale" *Reorganization*²⁸⁹. Visto lo scopo della riforma, non deve sorprendere il fatto che il *corpus* normativo sia stato inserito nello U.S.C. all'interno del *Chapter 11*, come sua "variante". Pertanto, in virtù della sua collocazione codicistica, ci si riferirà d'ora in poi al nuovo procedimento con la denominazione di *Subchapter V*²⁹⁰.

La "canonica" ristrutturazione con vaglio giudiziale, come già visto²⁹¹, affonda le sue radici storiche nelle riorganizzazioni delle ferrovie, e prende conseguentemente come soggetto-modello grandi aziende a proprietà azionaria diffusa. Tale caratteristica è emersa con chiarezza nel corso degli anni e si è tradotta in un minor grado di successo dei tentativi di risanamento delle piccole realtà²⁹² ed in generale in un minore utilizzo dell'istituto da parte di queste, rispetto, ad esempio, alla liquidazione. Le ragioni di tali esiti sono state già indagate nel paragrafo 1.6; preme invece in questa sede trattare della risposta legislativa attuata nel 2019 dal Congresso.

Si può dire che i principi ispiratori della riforma siano tre: rapidità di soluzione del caso; semplificazione e agevolazione delle incombenze processuali; minor rigidità delle previsioni sostanziali.

La prima caratteristica si ritrova nei termini del processo, che il *Subchapter V* riduce in tutte le fasi²⁹³. La ragione di un simile disegno sta nel fatto che, trattandosi di complessi aziendali meno stabili e consolidati sul mercato, a differenza delle realtà più grandi, il trascorrere del tempo possa risultare più dannoso per il tentativo di risanamento di una piccola impresa, rispetto a quanto potrebbe esserlo per una di maggior dimensione.

Il secondo criterio trova giustificazione in una presa d'atto simile a quella appena esposta. Altro grande fattore di criticità del *Chapter 11* è il suo costo²⁹⁴: un'azienda a conduzione familiare, per lo più in crisi, difficilmente disporrà di un patrimonio sufficientemente capiente per sopportare le spese di tutti gli accorgimenti e le cautele

pandemic, Pub. L. 116-136 (2020)) di recente promulgazione, tuttavia, ha innalzato la predetta soglia fino ad un importo di 7.500.000 dollari di debito complessivo.

²⁸⁹ U.S. House of Representatives, Committee on the Judiciary, *Report 116-171 To accompany H.R. 3311 (Small Business Reorganization Act)*.

²⁹⁰ La disciplina della nuova procedura si trova difatti collocata in 11 U.S.C. Subchapter V.

²⁹¹ Si veda in merito il capitolo 2.

²⁹² U.S. House of Representatives, *Report 116-171*, op. cit.

²⁹³ Si vedano a tal proposito 11 U.S.C. § 1188, § 1189.

²⁹⁴ Si vedano in merito il paragrafo 3.1. e A. BRIS, N. ZHU, *The costs of bankruptcy*, op. cit.

procedurali previste dalla tradizionale versione della *Reorganization*. L'intervento legislativo, perciò, riduce le formalità e gli organi coinvolti nella gestione del caso²⁹⁵. Fra le novità più rilevanti si evidenziano: la possibilità di non istituire il comitato dei creditori chirografari (indicata dall'intervento come opzione "standard"), a meno che l'autorità giudiziaria, in base alle circostanze specifiche del caso, non ritenga opportuno agire in senso contrario, ed emani a tal proposito uno specifico provvedimento²⁹⁶; la facoltà concessa al debitore di dilazionare i pagamenti dovuti per le spese sostenute dalle parti a causa della procedura (c.d. *administrative expense claims*), pur se subordinata all'approvazione del piano tramite *cram-down*²⁹⁷; la nomina obbligatoria di uno *standing trustee*, con l'incarico di facilitare le negoziazioni in vista del raggiungimento di un accordo sul piano e altri compiti di assistenza verso il debitore²⁹⁸.

Per quanto concerne il terzo principio, invece, lo si rinviene nelle disposizioni più interessanti (ai fini del presente elaborato), che riguardano i requisiti di conferma del piano tramite *cram-down*.

Come nella procedura "ordinaria", anche nel *Subchapter V* sono previste due forme alternative di autorizzazione: una "consensuale" ed una "non consensuale", cioè mediante *cram-down*. La prima non contempla variazioni di rilievo né sul piano dei requisiti²⁹⁹, né, conseguentemente, sulle tempistiche del *discharge*, che viene concesso dall'ordine di esecuzione del piano attestante la conformità dello stesso a tutte le disposizioni di legge³⁰⁰; la seconda, invece, introduce un sostanziale cambiamento nella dinamica della procedura, svincolando l'integrazione del parametro di *fairness* dal necessario rispetto della *APR*³⁰¹ e parallelamente posponendo il momento in cui il debitore ottiene la liberazione dai debiti pregressi³⁰².

²⁹⁵ Si veda 11 U.S.C. § 1181.

²⁹⁶ Si veda 11 U.S.C. § 1181 (b).

²⁹⁷ Si veda 11 U.S.C. § 1191 (e).

²⁹⁸ Si veda 11 U.S.C. § 1183.

²⁹⁹ Si veda 11 U.S.C. § 1191 (a).

³⁰⁰ Si veda 11 U.S.C. § 1141 (d).

³⁰¹ Si veda 11 U.S.C. § 1191 (b).

³⁰² Si veda 11 U.S.C. § 1192.

3.3.1. La conferma del piano mediante cram-down nel "Subchapter V"

La novità principale, attorno a cui è costruito l'impianto normativo della nuova procedura, è rappresentata dalla possibilità di derogare alla *APR* senza dover ricorrere alla *NVE*. Il debitore, infatti, oltre ad essere l'unico soggetto autorizzato a presentare un progetto di ristrutturazione (altra novità di rilievo)³⁰³, potrà conservare la proprietà dell'impresa (tutta o solo in parte, in base al caso specifico) senza dover necessariamente compensare in maniera integrale i creditori³⁰⁴.

La § 1191 (b) stabilisce difatti che un piano possa essere autorizzato dall'autorità giudiziaria anche in assenza dei requisiti specificati dalla § 1129 (a) ai numeri "(8)" (approvazione da parte di tutte le classi i cui diritti sono modificati dalle disposizioni del piano) e "(10)" (approvazione di almeno una classe i cui diritti sono modificati dalle suddette previsioni), ma soprattutto che ciò possa essere effettuato senza il necessario rispetto della § 1129 (b) (2) nei confronti dei creditori chirografari (cioè, come anticipato, prescindendo dalla rigorosa osservanza della *absolute priority rule*). Ciò implica, riassumendo, che il debitore potrà ottenere, presenti gli altri requisiti che si vanno di seguito ad esaminare, la conferma mediante *cram-down*, non solo senza rispettare la *APR*, ma anche senza che nessuna classe di creditori abbia accettato il piano.

La § 1191 (b) impone comunque la verifica della *fairness* nei confronti dei dissenzienti, ma utilizza un indicatore diverso da quello tradizionalmente impiegato dal *Chapter 11* "ordinario". La norma introduce difatti come nuovo parametro il "*projected disposable income*" (si tratta del probabile flusso di cassa in entrata) che l'impresa stima di produrre durante il periodo di esecuzione del piano (tre o cinque anni) e prescrive che, facendo riferimento ad esso, il piano sarà ritenuto equo se:

1. Alle classi dissenzienti di creditori garantiti sia destinato un trattamento economico conforme a quanto richiesto dalla § 1129 (b)(2)(a). Per loro, dunque, le tutele restano le medesime rispetto alla procedura ordinaria³⁰⁵.

³⁰³ 11 U.S.C. § 1189.

³⁰⁴ 11 U.S.C. § 1191.

³⁰⁵ 11 U.S.C. § 1191 (b).

2. Alle classi di *chirografari* non favorevoli sia: a) assegnato l'intero *disposable income* generato dall'impresa durante il periodo di esecuzione del piano, fatta eccezione per le somme necessarie al pagamento dei costi di produzione e al sostentamento del debitore ed eventuali soggetti a suo carico (comprese eventuali obbligazioni alimentari e/o assegni di mantenimento); oppure b) destinato loro un ammontare di utilità, durante il periodo di esecuzione del piano, uguale o superiore a ciò che avrebbero ricevuto secondo l'opzione precedente. Parafrasando, non è necessario che ai suddetti creditori siano destinati specificamente gli *utili*³⁰⁶ della gestione, ma che sia loro assegnato una quantità di risorse tali da risultare almeno equivalenti all'importo complessivo che avrebbero ricevuto se si fossero appropriati degli utili nella misura indicata dalla norma (detraendo cioè le somme destinate al sostentamento del debitore e di eventuali soggetti a carico)³⁰⁷.

Dal punto di vista tecnico, tale modifica è resa possibile dalla ridefinizione del concetto di “*property of the estate*” (massa attiva fallimentare) e da ciò che ne consegue: ai fini del procedimento, infatti, vengono considerati patrimonio aziendale tutti i beni e i guadagni dell'imprenditore, anche di futura acquisizione (dalla data di presentazione della petizione a quella di completa esecuzione del piano)³⁰⁸. In virtù di ciò, il debitore, ove il piano non preveda l'integrale soddisfazione dei crediti ammessi, sarà obbligato a destinare tutti i futuri accrescimenti patrimoniali ai titolari delle pretese, fino all'eventuale raggiungimento dell'importo dovuto³⁰⁹; fanno eccezione soltanto le somme «*ragionevolmente necessarie*» per «*il mantenimento o il sostegno del debitore o di una persona a suo carico*», «*l'adempimento a un'obbligazione di sostentamento che diventa esigibile per la prima volta dopo la data di presentazione della petizione*» e «*il pagamento delle spese necessarie per la continuazione, la conservazione o il funzionamento dell'attività del debitore*»³¹⁰. In sintesi, tutti gli *utili* prodotti dall'impresa fino al termine del piano, che non siano “ragionevolmente necessari” al sostentamento

³⁰⁶ Il termine *utile* è qui inteso nel suo significato tecnico.

³⁰⁷ 11 U.S.C. § 1191 (b).

³⁰⁸ 11 U.S.C. § 1186.

³⁰⁹ 11 U.S.C. § 1191 (c).

³¹⁰ *Ibidem*.

personale o di soggetti a carico, verranno destinati ai titolari dei crediti fino al raggiungimento dell'importo dovuto.

3.3.2. La tutela dei creditori nel "Subchapter V"

Constata la notevole privazione di potere che viene in tal modo imposta ai creditori, il legislatore USA ha ritenuto necessario predisporre dei bilanciamenti al fine di tutelarli. In particolare, si evidenzia come lo *standing trustee* sia stato incaricato di provvedere al pagamento dei creditori durante tutto il periodo di esecuzione del piano e dotato a tal fine del potere di attingere al patrimonio del debitore; e come, inoltre, il *discharge* non venga concesso al momento della conferma del piano da parte dell'autorità giudiziaria, ma soltanto al termine dell'esecuzione dello stesso. Con riferimento a quest'ultimo, la riforma prevede una durata "standard" di tre anni, che la Corte può tuttavia prolungare (prima della conferma) fino ad un massimo di cinque³¹¹, ove ritenga che in soli tre non si raggiunga un livello di soddisfazione adeguato dei crediti pregressi o che le operazioni programmate necessitino di un tempo maggiore per poter essere messe in pratica.

Al termine del suddetto periodo il debitore che abbia correttamente eseguito il piano è liberato da tutti i debiti contratti prima dell'inizio della procedura e può proseguire la sua attività imprenditoriale conservando la proprietà (o la parte lui destinata, in base alle disposizioni del piano) dell'azienda³¹².

Terminata questa rapida disamina delle novità introdotte dalla riforma del 2019, si conclude la parte dell'elaborato destinata alla ricognizione della normativa vigente in materia di riorganizzazione.

³¹¹ 11 U.S.C. § 1192.

³¹² *Ibidem*.

CAPITOLO 4 - LA APR IN AZIONE

Conclusa l'analisi della normativa vigente nell'ordinamento USA, si prosegue la trattazione offrendo un riscontro empirico dei risultati ottenuti dall'assetto di riorganizzazione improntato al rispetto della APR. Alla luce dei dati, si esamineranno poi le critiche, le difese e le proposte di modifica che hanno animato il dibattito statunitense in merito alla *absolute priority*.

L'ultima parte è invece dedicata al nuovo parametro di equità introdotto dallo *Small Business Reorganization Act* del 2019.

4.1. Qualche dato

Dall'introduzione del nuovo Bankruptcy Code e della APR come tutela derogabile (avvenuta nel 1978), la riflessione accademica si è profondamente interessata a tale istituto: è stato oggetto di vivaci dibattiti, proposte di riforma e anche di abolizione³¹³, (particolarmente nella sua prima fase di vita); ciononostante, il codice si appresta a raggiungere il suo quarantaduesimo anno di vigenza, conservando in larga parte l'assetto originario.

Numerosi commenti e analisi di illustri ricercatori ne hanno indagato gli aspetti più disparati, e fra essi molti si sono interessati anche all'ordine di priorità fra le pretese. Tuttavia, prima di dare spazio alla disamina di tali contributi, si ritiene opportuno effettuare un sintetico resoconto delle modalità di ricezione e utilizzo del “nuovo” *Chapter 11*, dalla data di entrata in vigore (1978), fino ai giorni nostri. Siffatta digressione permetterà di inquadrare meglio le critiche degli autori in merito ai vari aspetti della procedura.

³¹³ Fra gli altri: P. AGHION, O. HART, J. MOORE, *The Economics of Bankruptcy Reform*, in *Journal of Law, Economics and Organization*, 1992, Vol. 8, Issue 3, pp. 523-46; e L. BEBCHUK, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, in *Harvard Law Review*, 1988, Vol. 101, pp. 775-804.

Ciò che si può preliminarmente osservare, è che è possibile dividere ed analizzare lo sviluppo storico del *Chapter 11* in due distinte fasi: la prima, comprende un periodo di vigenza che va dal 1978 ai primi anni '90; la seconda, dai primi '90 a oggi³¹⁴.

La ragione della discontinuità non è dovuta ad interventi di riforma organici, che, come premesso, non sono ad oggi pervenuti; è bensì imputabile a mutamenti sostanziali, di cui si renderà conto in seguito, che hanno interessato il substrato di realtà economica su cui la procedura esplica i suoi effetti normativi.

4.1.1. Il Chapter 11 “delle origini”

Il primo periodo di esistenza della *reorganization* può essere descritto come una lunga fase di “assestamento”, in cui sia le Corti che le imprese (e i relativi *stakeholders*) si sono confrontati con la nuova procedura e ne hanno “preso le misure”. Volendo riassumere in poche parole ciò che i dati riportano in forma numerica, si potrebbe dire che il primo decennio di *Chapter 11* è caratterizzato da un netto protagonismo della figura del debitore³¹⁵ e da diffusi malumori, nella dottrina statunitense, nei confronti dell’efficacia di questo strumento³¹⁶.

Per quanto concerne le “prestazioni” dell’istituto, gli studiosi hanno osservato una lunghezza media dei procedimenti di 21 mesi³¹⁷, con tassi medi di completamento della procedura del 17%³¹⁸ e una percentuale di successo delle riorganizzazioni del 6.5%³¹⁹.

³¹⁴ Così in S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, Indian Institute of Management Bangalore, 2014, Working Paper No. 461.

³¹⁵ Così L.M. LOPUCKI, *The Debtor in Full Control - Systems Failure under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, in *American Bankruptcy Law Journal*, 1983, Vol. 57, No. 2, pp. 99-126.

³¹⁶ Una chiara idea del clima di scetticismo diffuso è reso in T. C. G. FISHER, J. MARTEL, *Should We Abolish Chapter 11? Evidence from Canada*, CIRANO Série Scientifique, 1996, 96s-22. In tale ottica si vedano anche le opere citate nella prima nota del capitolo 4.

³¹⁷ Come unità di misura della “lunghezza” è stato preso il tempo trascorso fra la data di apertura del procedimento e quella di autorizzazione del piano di riorganizzazione. Dati da E. I. ALTMAN, *Evaluating the Chapter 11 Bankruptcy-Reorganization Process*, in *Columbia Business Law Review*, 1993, Vol. 1993, Issue 1, pp. 1-26.

³¹⁸ Per “completamento” si intende l'avvenuta autorizzazione del piano. Dati da E.M. FLYNN, *Statistical Analysis of Chapter 11*, Administrative Office of the U.S. Courts, Statistical Analysis And Report Division, Bankruptcy Division, 1989.

³¹⁹ Per “successo” si intende il completamento dei pagamenti previsti dal piano autorizzato. Dati da S. JENSEN-CONKLIN, *Do Confirmed Chapter 11 Plans Consummate? The Results of a Study and Analysis of*

La distribuzione di questi valori all'interno dell'arco temporale di riferimento³²⁰, mostra una lieve tendenza al miglioramento col passare degli anni: circostanza che pare suggerire un progressivo adattamento delle Corti e delle parti interessate alla nuova procedura, ed una maggiore dimestichezza di entrambi nella gestione dei casi³²¹.

Passando invece agli elementi più attinenti all'oggetto della presente ricerca, le fonti riportano un forte controllo delle riorganizzazioni da parte dei debitori durante questa prima fase. L'equilibrio dei poteri sembrava essere nettamente sbilanciato a favore degli imprenditori, tant'è che alcune ricerche dell'epoca documentano la diffusa prassi di sfruttare in maniera "strumentale" il *Chapter 11*, al fine di alleviare la condizione finanziaria dell'impresa senza dover ripagare integralmente i debiti³²².

Questa "stortura" della prima fase si può spiegare facendo riferimento all'assetto di poteri che il dettato normativo delinea in capo alle parti: gli istituti dell'*automatic stay* e dell'*exclusivity period*, in particolare, garantiscono al debitore un ruolo di primo piano nella gestione del caso³²³ e relegano invece il creditore ad un ruolo più "passivo".

Il protagonismo dell'imprenditore, in questa prima fase, è strettamente legato a due correlazioni significative che emergono dall'analisi dei dati. La prima riguarda gli esiti delle negoziazioni per la stesura del piano, che rispecchiavano e "premiavano" la centralità dei soci e degli amministratori. Si nota difatti, osservando i dati, come le distribuzioni pattuite fra le parti e poi trasposte nei progetti di ristrutturazione, deviassero molto spesso dallo schema dell'*APR*: lo stretto ordine di priorità dei diritti patrimoniali veniva difatti rispettato solo nel 25%³²⁴ dei casi e gli scostamenti erano per lo più

the Law, in *Commercial Law Journal*, 1992, Vol. 97, pp. 297 ss.

³²⁰ Periodo di riferimento 1978-1989.

³²¹ Le fonti riportano come anche la crescente specializzazione dei consulenti operanti nel settore delle crisi d'impresa abbia contribuito ad una migliore e più efficiente gestione dei casi, col passare degli anni. In tal senso S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, cit. e altri.

³²² Si veda, ad esempio, K.J. DELANEY, *Power, Intercorporate Networks, and "Strategic Bankruptcy"*, in *Law & Society Review*, 1989, Vol. 23, No. 4, pp. 643-666. Riporta la grande diffusione del fenomeno anche e D.A. SKEEL, *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance In Chapter 11*, University Of Pennsylvania - Institute For Law And Economics, 2003, Research Paper No. 03-19.

³²³ Si vedano: capitolo 3, per approfondimenti riguardo la disciplina di tali istituti; L. M. LOPUCKI, *The Debtor in Full Control - Systems Failure under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, op. cit., per opinioni in tal senso.

³²⁴ Dati da A.C. EBERHART, W.T. MOORE, R.L. ROENFELDT, *Security Pricing and Deviations from the*

motivati da distribuzioni di risorse a favore dei vecchi amministratori e soci, in una misura media del 7.6%³²⁵. La *absolute priority* era dunque violata piuttosto di frequente e con la finalità di consentire alle suddette figure di permanere all'interno della compagine societaria.

L'altra osservazione degna di nota riguarda lo stato di salute del patrimonio aziendale, che si mostra significativamente migliore nei casi di *Chapter 11* aperti prima degli anni '90 e porta alcuni ricercatori a sostenere l'esistenza di un nesso causale fra la verosimile aspettativa di amministratori e soci di vedersi assegnata una quota di capitale al termine della procedura di riorganizzazione, e il riscontro di situazioni patrimoniali non particolarmente disastrose nei bilanci delle aziende in crisi.

La spiegazione fornita vedrebbe infatti i gruppi di controllo e/o i CdA non particolarmente restii ad attivare le procedure concorsuali al manifestarsi della crisi, in quanto complessivamente fiduciosi nell'attendere un trattamento favorevole post-riorganizzazione. La consapevolezza di poter guidare la procedura, infatti, costituiva un buon incentivo a rendere pubblico lo stato di difficoltà in un momento in cui era ancora possibile invertire la tendenza e salvare l'impresa. A tal proposito, le fonti riportano un rapporto passività/attività inferiore nei casi degli anni '80, rispetto a quelli aperti successivamente.

4.1.2. Dagli anni '90 ad oggi

Dalla prima metà degli anni '90, l'andamento cambia.

Le parti (giudici compresi) hanno maggiore dimestichezza con il *Chapter 11* e le ridotte tempistiche di "smaltimento" delle pratiche lo dimostrano: la lunghezza media

Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings, in *The Journal of Finance*, 1990, Vol. 45, No. 5, pp. 1457-1469.

³²⁵ *Ibidem*.

dei procedimenti diventa 11 mesi³²⁶, andando lievemente a decrescere negli anni successivi³²⁷.

Crescono anche le percentuali medie di imprese che completano la procedura (di poco superiori al 30%³²⁸) e persino di quelle che riescono a "sopravvivere" senza dover affrontare nuove procedure d'insolvenza (circa 15%³²⁹).

Ciò che maggiormente preme qui analizzare è invece il cambiamento di dinamiche che interessa la struttura finanziaria dell'impresa ristrutturata, in quanto vi sono diversi fattori che, interagendo fra loro, modificano radicalmente la conformazione del *Chapter 11*.

Se fin dalla sua promulgazione, la legislazione statunitense in tema di riorganizzazioni ha sempre avuto fama di essere “*debtor-friendly*” (cioè favorevole nei confronti del debitore), è doveroso osservare come, nel secondo periodo analizzato, gli esiti delle analisi empiriche testimonino un deciso riequilibrio della situazione a vantaggio dei finanziatori.

4.1.2.1. Il finanziamento del "DIP"

Il primo grande cambiamento che interessa le riorganizzazioni degli anni '90 è la massiccia diffusione delle pratiche di *DIP financing*, cioè di finanziamento del *debtor-in-possession*³³⁰.

³²⁶ Tempistiche medie osservate fra il 1994 e il 2002, in E. WARREN, J.L. WESTBROOK, *The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics*, in *Michigan Law Review*, 2009, Vol. 107, pp. 603-642.

³²⁷ AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, Commission to Reform Chapter 11 (2012-2014), *Final Report*, 2014.

³²⁸ Osservazioni condotte in anni fra il 1994 e il 2002, in E. WARREN, J.L. WESTBROOK, *The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics*, op.cit.

³²⁹ Tasso medio di "sopravvivenza" ottenuto combinando i dati sui tassi medi di completamento della procedura e quelli di riapertura di una seconda, riportati da E.I. ALTMAN, T. KANT, T. RATTANARUENGYOT, *Post-Chapter 11 Bankruptcy Performance: Avoiding Chapter 22*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2009, Volume 21, No. 3, pp.53-64.

³³⁰ S. DAHIYAA, K. JOHNB, M. PURIC, G. RAMIREZ, *Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: Empirical evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 2003, Vol. 69, pp. 259–280.

Le imprese ristrutturande, al fine di utilizzare le procedure di crisi in maniera proficua e non essere costrette a fermare l'attività in un momento così delicato, contraggono sovente nuovi finanziamenti per pagare i creditori c.d. "strategici" (quelli che, ove rifiutassero di eseguire le prestazioni finché non compensati, potrebbero determinare la definitiva cessazione dell'attività: ne sono un esempio i fornitori più importanti) per la continuazione dell'attività³³¹.

Simili prestiti sono incentivati dalla disciplina federale, che, riconoscendone l'importanza, fornisce ai soggetti eroganti una forma di "super-priorità" rispetto a tutti i debiti pregressi dell'impresa in ristrutturazione: il loro rimborso viene cioè sovraordinato a tutte le altre tipologie di crediti esistenti³³². La ragione di siffatta previsione risiede nella necessità di incentivare i potenziali finanziatori a fare credito alle aziende in difficoltà; ove ciò non avvenisse, sarebbe molto difficile reperire liquidità in fase di crisi a tassi di mercato.

La suddetta normativa è in vigore già dal '78, ma, per ragioni che non si ritiene rilevante approfondire, il finanziamento del *dip* diventa pratica comune solo a partire dagli anni '90³³³. In particolare, questa tipologia di finanziamento comincia ad essere impiegata in maniera strumentale dai creditori preesistenti, al fine di rendere più agevole il recupero dei crediti pregressi e rafforzare la propria posizione negoziale in vista della redazione del piano di riorganizzazione³³⁴. Fornire credito ad un'impresa in difficoltà è difatti certamente un rischio, ma pone il nuovo finanziatore in una situazione molto forte

³³¹ Definizione tratta dalla lettura del R.D. 16 marzo 1942, n. 267, Legge Fallimentare, art. 182-quinquies, comma 4 e da G. D'ATTORRE, *Concordato con continuità ed ordine delle cause di prelazione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2016, Vol. 1, pp. 39-76.

³³² 11 U.S.C. § 364. Si ritiene opportuno effettuare una precisazione in merito a tale argomento. L'ingresso di nuovi creditori, dopo l'apertura del procedimento, titolari di pretese sovraordinate rispetto a quelle preesistenti, può far sì che i titolari dei crediti pregressi si trovino a sopportare un rischio ancora maggiore rispetto a quello già esistente all'inizio della riorganizzazione, oppure che subiscano la privazione di una parte delle garanzie cui è vincolato il loro credito (o entrambe). Questa circostanza incide particolarmente sulla posizione dei creditori garantiti, dunque per far sì che l'operazione di rifinanziamento del debitore (e più in generale le operazioni necessarie per rendere più probabile il successo della riorganizzazione) non pregiudichi i loro interessi, il Bankruptcy Code ha introdotto l'istituto della "*adequate protection*": questo consente ai creditori garantiti che debbano sopportare un aumento del rischio o una sottrazione di garanzie o comunque una diminuzione del valore del proprio credito a causa del rifinanziamento (o altra operazione effettuata nell'ambito della procedura), di ricevere in cambio delle garanzie sostitutive o dei pagamenti periodici da parte del debitore, di valore corrispondente alla perdita subita. Per la disciplina, si veda 11 U.S.C. § 361.

³³³ S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit.

³³⁴ D.A. SKEEL, *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance In Chapter 11*, cit.

dal punto di vista contrattuale (senza il suo denaro, l'attività sarebbe già cessata), che non tarderà ad essere abilmente sfruttata. Utilizzando la leva negoziale costituita dalla linea di credito post-insolvenza, il prestatore riuscirà infatti a strappare trattamenti di favore per le esposizioni debitorie pregresse di cui è controparte³³⁵.

Questo nuovo "strumento di persuasione" inizia anche a lasciare tracce "tangibili" attraverso specifiche clausole inserite nei contratti di finanziamento *post-petition*³³⁶. Alcuni esempi possono essere la concessione di un vincolo di garanzia su tutti gli assets aziendali, o le c.d. *cross-collateralization clauses* (accordi che prevedono la soddisfazione di un credito come condizione per la liberazione di un bene già sottoposto a vincolo su di una differente esposizione³³⁷, come se due debiti fossero garantiti dal medesimo asset), ma l'espedito più interessante è senza dubbio quello dei *financial covenants*. Si tratta di pattuizioni volte a permettere al creditore di disinvestire (pretendendo l'integrale rimborso immediato) la somma erogata ove fossero superati dei parametri stabiliti nel contratto: possono richiedere, ad esempio, al debitore di mantenere un determinato rapporto fra capitale di debito e capitale di rischio o un certo livello di flussi di cassa o di spese operative³³⁸. Lo scopo è chiaramente quello di spingere il debitore a mantenere il profilo di rischio all'interno degli standard tollerati dal creditore³³⁹, ma l'effetto è anche quello di assegnare a quest'ultimo un discreto potere di controllo sulle strategie imprenditoriali del soggetto economico.

Le suddette strategie si sono rivelate molto efficaci, tant'è che, per esempio, l'utilizzo dei *covenants* nei contratti di credito alle imprese sono diventati nel tempo una prassi affermata anche nei finanziamenti ante-insolvenza (cioè erogati in condizioni normali), rimodulando di fatto la struttura della *governance* d'impresa. Secondo gli studi, infatti, il vero e incondizionato potere di amministrazione dell'impresa da parte degli

³³⁵ *Ibidem*.

³³⁶ S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit.

³³⁷ Definizione tratta da US Legal, Legal Definitions, *Cross Collateralization*, su <https://definitions.uslegal.com/c/cross-collateralization/>; ultimo accesso 12.40 del 22/04/2020.

³³⁸ Definizione tratta da Corporate Finance Institute, Resources, Knowledge, Finance, Financial Covenants, *What are Financial Covenants*, su <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/financial-covenants/>; ultimo accesso 12.40 del 22/04/2020.

³³⁹ *Ibidem*.

azionisti termina molto prima dell'eventuale insolvenza, cioè nel momento in cui l'azienda viola i parametri indicati nei *financial covenants*³⁴⁰. Verificatosi ciò, l'ingerenza dei creditori nella gestione aziendale si fa molto profonda, arrivando a determinare persino (nel 70% dei casi) la sostituzione dei *managers*. Conseguenza immediata ed osservabile del trasferimento di potere è la riduzione del livello di rischio operativo dell'azienda, che in certi casi (non in tutti) conduce anche ad un miglioramento della situazione finanziaria³⁴¹; quando poi gli indicatori economici ritornano al livello desiderato dai creditori, la società riacquista il suo modello fisiologico di *governance*³⁴².

Tornando allo specifico oggetto di interesse della trattazione, si osserva come, in virtù dei cambiamenti di cui si è dato conto, a partire dagli anni '90 il controllo delle decisioni e delle trattative nei contesti di riorganizzazioni sia passato dalle mani del debitore a quelle dei creditori³⁴³. Le evidenze empiriche ne danno riscontro anche attraverso la misurazione dei tassi di recupero dei crediti (dei prelatizi in particolare): il recupero medio dei creditori garantiti, per il secondo segmento temporale, si attesta intorno al 90%, mentre quello dei chirografari è vicino al 50%³⁴⁴.

4.1.2.2. La diffusione dei "KERPs"

Il secondo cambiamento, che vede sempre come protagonisti i creditori garantiti, ha ad oggetto la conservazione del valore d'avviamento (o *going concern value*) delle aziende. Nel paragrafo 1.6 si è già esposto come il patrimonio immateriale di un'impresa, al crescere della sua dimensione, vada incorporandosi in figure diverse da quelle proprietarie, come ad esempio *managers* o alti dirigenti (si pensi, come casi emblematici, a Steve Jobs in *Apple* o Sergio Marchionne in *FCA*). Simili figure vengono indicate dalle

³⁴⁰ G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, in *The Review of Financial Studies*, 2012, Vol. 25, No. 6, pp. 1713-1761.

³⁴¹ *Ibidem*.

³⁴² K.M. AYOTTE, E.R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, op.cit.

³⁴³ S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit.

³⁴⁴ Dati forniti da A. BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The Costs of Bankruptcy*, op. cit. Per un confronto col periodo antecedente, si veda S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit.

scienze aziendalistiche con la denominazione di *key employees* (letteralmente, “impiegati-chiave”)³⁴⁵.

Assicurarsi la permanenza e la collaborazione di questi professionisti durante la riorganizzazione può essere fondamentale per assicurare un futuro all’impresa, da qui la prassi di includerli nelle trattative e prospettare loro un piano di compensi tale da stimolare la loro motivazione a restare in azienda³⁴⁶. Tali pacchetti prendono il nome di *KERPs*, cioè *Key Employees Retention Plans*³⁴⁷.

La diffusione di questa pratica presso i creditori garantiti, nuovi protagonisti delle negoziazioni, ha ulteriormente enfatizzato la centralità del loro ruolo e ha loro permesso di sottrarre al debitore ulteriore potere negoziale, anche tramite lo sfruttamento di norme originariamente concepite per avvantaggiare il debitore.

In particolare, una sagace prassi che si è fatta strada nei contesti riorganizzativi, è stata quella di legare, all’interno dei *KERPs*, una parte dei compensi dei *managers* alla velocità o a determinate modalità di uscita dell’impresa dalla procedura³⁴⁸: accorgimento che in molti casi ha permesso ai garantiti di sovvertire il sistema di incentivi delle figure apicali, allineando gli interessi di questi ultimi ai propri, a scapito di quelli dei vecchi azionisti³⁴⁹.

Conseguenza aggiuntiva di questo ribaltamento di equilibri è che alcuni istituti, come ad esempio l’*exclusivity period*, predisposti dal legislatore statunitense al fine di aiutare il debitore in una fase delicata della gestione aziendale, possono ora essere utilizzati dagli amministratori nell’interesse dei “nuovi padroni”, cioè i creditori garantiti.

³⁴⁵ Definizione di “*key employees*” disponibile su Market Business News, *Key Employee - Definition and Meaning*, su <https://marketbusinessnews.com/financial-glossary/key-employee/>; ultimo accesso 16.22 del 15/04/2020.

³⁴⁶ Sul tema si veda S. COSACK, M. GUTHRIDGE, E. LAWSON, *Retaining key employees in times of change*, McKinsey Quarterly, 2010, disponibile su: <https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/retaining-key-employees-in-times-of-change#> ; ultimo accesso 12.55 del 22/04/2020.

³⁴⁷ Definizione di “*KERP*” disponibile su US Legal, Legal Definitions, *Key Employee Retention Plan [KERP] Law and Legal Definiton*, su <https://definitions.uslegal.com/k/key-employee-retention-plan-kerp/>; ultimo accesso 16.25 del 15/04/2020.

³⁴⁸ D.A. SKEEL, *Creditors’ Ball: The “New” New Corporate Governance In Chapter 11*, op. cit.

³⁴⁹ *Ibidem*.

4.1.2.3. Lo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati

Ultimo aspetto su cui focalizzare l'attenzione è sullo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati³⁵⁰.

Il mercato del credito deteriorato è un peculiare settore economico che vede protagonista una platea di soggetti interessati all'acquisto di strumenti finanziari emessi da aziende (o altri tipi di enti) insolventi o comunque in difficoltà, disposti a soddisfare il bisogno di liquidità certa e immediata espresso da precedenti creditori del soggetto in crisi, che per vari motivi non hanno intenzione di scommettere sul futuro valore dell'impresa o di attenderne la liquidazione per recuperare parte dei propri averi³⁵¹.

Il fine ultimo di simili operazioni è acquistare titoli a prezzi irrisori per poi lucrarvi in seguito (*modus operandi* tipico dei c.d. *vulture funds*³⁵²): ciò può essere ottenuto intraprendendo battaglie legali volte al recupero integrale del credito, oppure ostacolando (o minacciando di farlo) le riorganizzazioni fino a che le controparti negoziali non accettano di assegnare agli speculatori gli importi richiesti³⁵³ (c.d. problemi di "holdout", come accaduto nella vicenda Case), oppure ancora acquistando un pacchetto azionario di controllo nei momenti di più profonda svalutazione e ristrutturando poi l'impresa al fine di far recuperare valore ai titoli posseduti.

³⁵⁰ Sul ruolo rivestito dai mercati del credito deteriorato in merito alle procedure di Chapter 11, si veda E.I. ALTMAN, *The Role of Distressed Debt Markets, Hedge Funds and Recent Trends in Bankruptcy on the Outcomes of Chapter 11 Reorganizations*, 2013, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2354352>; ultimo accesso 13.00 del 22/04/2020.

³⁵¹ Per una prima impressione sul funzionamento del mercato del credito deteriorato, si veda Corporate Finance Institute, Resources, Knowledge, Finance, Financial Covenants, *What is Distressed Debt?*, su <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-distressed-debt/>; ultimo accesso 13.10 del 22/04/2020. Per un'analisi della sua operatività negli USA, si veda E.I. ALTMAN, R. BENHENNI, *The Anatomy of Distressed Debt Markets*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2019, Vol. 11, No. 1, pp. 21-37.

³⁵² Per una definizione del concetto di "vulture fund", si veda Corporate Finance Institute, Resources, Knowledge, Finance, Financial Covenants, *What are Vulture Funds?*, su <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/vulture-funds/>; ultimo accesso 13.20 del 22/04/2020.

³⁵³ Per un'approfondita definizione (e disamina) delle problematiche di "holdout", seppur con riferimento alle ristrutturazioni di debito pubblico, si veda C. FANG, J. SCHUMACHER, C. TREBESCH, *Restructuring sovereign bonds: holdouts, haircuts and the effectiveness of CACs*, ECB Working Paper Series, 2020, No. 2366.

Per quanto eticamente discutibili possano risultare alcune delle suddette pratiche, è doveroso notare come la crescita di questo settore abbia ampliato il novero di investitori interessati alle imprese in ristrutturazione e conseguentemente reso più frequenti le soluzioni “di mercato”³⁵⁴ (cioè gli scenari di cessione dell’impresa in blocco come alternativa alla riorganizzazione, o quelle di ristrutturazione con forte ricambio all’interno della compagine societaria), relegando al passato l’idea del risanamento in continuità diretta come unica alternativa realisticamente praticabile ad una liquidazione che svende gli *assets* e smembra il complesso produttivo. Inoltre, anche la contendibilità del controllo societario pare averne risentito positivamente, determinando una maggiore e migliore possibilità di valorizzazione dell’impresa in crisi.

4.1.2.4. Gli effetti sulla procedura

Questi tre grandi cambiamenti, pur non avendo intaccato la lettera del testo legislativo, hanno causato veri e propri stravolgimenti nelle dinamiche del *Chapter 11*. Gli effetti più interessanti sono tre: 1) forte aderenza alla APR 2) maggiori percentuali di recupero dei crediti 3) peggiore condizione della struttura finanziaria delle imprese che fanno ricorso al Chapter 11.

1. Il maggior grado di controllo esercitato dai creditori, unito alla perdita di potere negoziale da parte della proprietà e alla maggiore disponibilità di soluzioni di mercato per la riallocazione delle risorse (in conseguenza dei tre fenomeni sopra indagati), hanno determinato una minore necessità di conservare i vecchi soci nella compagine azionaria ai fini della valorizzazione degli asset aziendali e dunque, una maggior aderenza alla APR, sia in termini di frequenza di deviazioni (solo 9% a partire dal 2000³⁵⁵), che di ampiezza dello scostamento (0.44% del valore totale dell’impresa riorganizzata³⁵⁶), nelle disposizioni dei piani. Gli studi notano che le

³⁵⁴ Così E.I. ALTMAN, *The Role of Distressed Debt Markets, Hedge Funds and Recent Trends in Bankruptcy on the Outcomes of Chapter 11 Reorganizations*, op. cit.

³⁵⁵ S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit.

³⁵⁶ *Ibidem*.

poche alterazioni dell'ordine di priorità sono parzialmente imputabili alla ritenzione di pacchetti azionari da parte dei manager³⁵⁷.

2. Dato lo spostamento del baricentro delle negoziazioni dal debitore ai creditori garantiti e la maggiore possibilità di scelta fra varie opzioni determinanti tutte la conservazione dei complessi produttivi, il tasso di recupero degli importi dei crediti è aumentato; in particolare: i garantiti recuperano mediamente il 90%³⁵⁸; i chirografari circa il 50%³⁵⁹, gli azionisti, per quanto esposto al punto precedente, sono quasi sempre esclusi.

3. Si osserva che la condizione patrimoniale media delle imprese che fanno ricorso alla procedura di *Chapter 11* è andata peggiorando nel corso degli anni³⁶⁰. Alcuni studi evidenziano in particolare come l'aumento del grado di controllo dei creditori sulla gestione della riorganizzazione, sia parallelamente seguito da una tendenza negativa riguardo lo stato di salute della struttura finanziaria all'apertura della riorganizzazione ³⁶¹. La minore incisività della compagine proprietaria all'interno della procedura, per tutti i fattori elencati, produce difatti rilevanti conseguenze sulla gestione aziendale in fase pre-insolvenza: la prospettiva dei soci di non ricevere alcunché nell'eventualità di una riorganizzazione, non incentiva politiche aziendali orientate alla immediata manifestazione all'esterno dei segnali di declino, prima che la situazione degradi in vera e propria crisi³⁶²; al contrario, all'emergere dei primi segni di difficoltà, il ventaglio delle alternative si presenterà (approssimativamente) agli occhi della proprietà come segue: affidarsi alla protezione giudiziaria e intraprendere un procedimento da cui molto probabilmente i propri diritti patrimoniali usciranno drasticamente ridotti, se non eliminati, oppure tentare il *turnaround* in autonomia, scaricando i costi di un eventuale fallimento sui creditori. In altre parole, risulta più vantaggioso proseguire rischiando di fallire che ristrutturare in tempo, dato che effettuando la scelta "razionale" per il complesso

³⁵⁷ Concordi sul punto sia A. BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The Costs of Bankruptcy*, op. cit., che S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit.

³⁵⁸ A. BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The Costs of Bankruptcy*, op. cit.

³⁵⁹ *Ibidem*.

³⁶⁰ S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit.

³⁶¹ *Ibidem*.

³⁶² *Ibidem*.

produttivo, non si ottiene alcun beneficio “personale” (o comunque piccolo). Analoghe considerazioni si possono estendere ai *manager*, che, come abbiamo visto, vengono molto spesso sostituiti in seguito a violazioni dei *covenants*³⁶³, e che vedono dunque profilarsi lo spettro dell’esonero quando le prestazioni economiche dell’azienda iniziano a calare.

In conseguenza di questi profondi cambiamenti, dovuti principalmente all’evoluzione dei comportamenti strategici degli attori e delle condizioni di mercato, il *Chapter 11* è venuto ad assumere un volto completamente diverso rispetto a quello della sua prima decade. Le risultanze empiriche di cui si è dato conto riguardano sia la APR nello specifico, che altri aspetti della procedura di riorganizzazione; entrambe, tuttavia, costituiranno un utile parametro alla luce del quale commentare le osservazioni e le critiche formulate dai vari autori nel corso degli anni.

4.2. La APR sotto esame: critiche, difese e proposte alternative

Come si è largamente anticipato, e in parte anche già osservato, la regola della priorità assoluta ha costituito oggetto di dibattito nella comunità giuridica fin dalla sua teorizzazione nei primi anni del Novecento³⁶⁴, ma sembra essere tornata particolarmente degna di attenzioni a partire dagli anni ‘90³⁶⁵.

Tale interesse pare essersi ulteriormente intensificato negli ultimi tre anni, a causa delle vicende che hanno accompagnato la stesura e la promulgazione di un intervento legislativo dell’Unione Europea in materia di ristrutturazione preventiva³⁶⁶. Nel tentativo di delineare un efficace quadro normativo, infatti, i sostenitori della nuova

³⁶³ Così in G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, op. cit.

³⁶⁴ Si veda, in proposito, il capitolo 2.

³⁶⁵ Insieme alle varie proposte di emendamento o abolizione del Chapter 11 di cui alle note 1 e 4, anche la APR è tornata oggetto di attenzioni. Si veda, per esempio: J.D. AYER, *Rethinking Absolute Priority after Ahlers*, in *Michigan Law Review*, 1989, Vol. 87, No. 5, pp. 963-1025.

³⁶⁶ Proposta di Direttiva (UE) 2016/0359 (COD), del 22.11.2016, *riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l’efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la direttiva 2012/30/UE*.

regolamentazione sembrano aver indagato a fondo l'esperienza statunitense, per poi decidere che, in merito a determinate tematiche (fra cui la *APR*), sarebbe stato più opportuno discostarsene³⁶⁷.

La riflessione in materia di *absolute priority rule* ha così valicato l'oceano e coinvolto prepotentemente la comunità accademica e politica del Vecchio Continente.

Negli USA, i commenti e le riflessioni aventi ad oggetto la *APR* poggiano su una mole di elaborazioni dottrinali pregresse ed esperienze "sul campo" maturate in più di quarant'anni (1978-2020). In particolare, fra i contributi dei vari autori che negli anni hanno sottoposto l'approccio di *absolute priority* ad attenta analisi, merita particolare considerazione uno studio commissionato nel 2011 dall'*American Bankruptcy Institute* (*ABI*, in sigla) ad un team di esperti, in merito alla procedura di *reorganization*³⁶⁸. Finalità della ricerca era tirare un bilancio dei quasi quarant'anni di onorato servizio dello strumento e formulare, se necessario, proposte di emendamento per migliorarne la funzionalità³⁶⁹.

L'attività degli esperti è durata tre anni (dal 2012 al 2014) e il resoconto finale è stato pubblicato nel 2014³⁷⁰: per ciò che concerne l'oggetto di interesse della presente trattazione, il responso della commissione esaminatrice suggerisce di apportare una modifica alla *APR*, per come finora strutturata. Tale proposta costituisce il frutto di un percorso elaborativo cui svariati autori hanno contribuito negli anni, offrendo ognuno un personale punto di vista. Le riflessioni contenute nei rispettivi scritti giungevano a raccomandazioni che, pur divergenti nei dettagli, si trovavano concordi nel sostenere la necessità di integrare la *absolute priority*, aggiungendo una forma di riconoscimento dei diritti d'opzione spettanti alle classi di *stakeholders* escluse dalle previsioni dei piani di riorganizzazione, in caso il valore dell'impresa riorganizzata si rivelasse superiore alle

³⁶⁷ Ci si riferisce in particolare ai risultati di ricerca offerti in L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C.G. PAULUS, I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, Wolters Kluwer-CEDAM, Milano, 2018.

³⁶⁸ U.S. Code, Title 11, Chapter 11.

³⁶⁹ Questa la dichiarazione di intenti contenuta in AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, Commission to Reform Chapter 11 (2012-2014), *Final Report*, op. cit.

³⁷⁰ *Ibidem*. D'ora in avanti ci si riferirà all'opera come "*ABI Commission Final Report*".

aspettative³⁷¹. Questo nuovo approccio, cui per comodità ci si riferirà col nome di *Redemption Option Priority* (o *ROP*, in breve), verrà ampiamente analizzato nel prosieguo del capitolo.

Un'altra proposta di modifica al regime di *APR* elaborata dal medesimo *team* riguarda invece specificamente le piccole e medie imprese, e consiste in un radicale cambio di prospettiva in merito alle canoniche regole di graduazione e soddisfazione delle pretese, che troverà ampio spazio in un paragrafo dedicato³⁷².

Benché la ricerca dell'*ABI* abbia posto l'accento su diversi possibili interventi tramite i quali rinnovare il *Chapter 11*, non sono seguite ad oggi riforme organiche della materia, tranne che per l'introduzione di una nuova procedura di ristrutturazione destinata alle piccole imprese (*SBRA*), cui si è fatto cenno nel capitolo precedente³⁷³. La relazione del Congresso che ha accompagnato l'approvazione della nuova legislazione, dichiara infatti di aver plasmato il nuovo strumento seguendo le raccomandazioni contenute nel *Final Report* dell'*ABI*³⁷⁴.

Si può dunque considerare lo *SBRA* come unico prodotto (almeno per il momento) del suddetto studio.

L'UE invece, in ossequio al proprio compito di armonizzazione delle normative degli Stati Membri, ha in tempi recenti manifestato l'intenzione di voler compiere un passo ulteriore nella creazione di una piattaforma comune di principi in materia di procedure di insolvenza³⁷⁵. Ciò ha condotto le istituzioni europee a sostenere un lungo percorso di elaborazione politico-giuridica, il cui compimento è rappresentato dalla promulgazione della Direttiva (UE) 1023/2019, avvenuta nel giugno dello scorso anno³⁷⁶.

³⁷¹ Così riportato in *ABI Commission Final Report*.

³⁷² Si veda paragrafo 4.2.7.

³⁷³ Si veda paragrafo 3.3.

³⁷⁴ Si fa esplicito riferimento al lavoro dell'*ABI* in U.S. House of Representatives, Committee on the Judiciary, *Report 116–171 To accompany H.R. 3311 (Small Business Reform Act)*, op. cit.

³⁷⁵ Si veda Proposta di Direttiva (UE) 2016/0359 (COD).

³⁷⁶ Direttiva (UE) 1023/2019, del 20 giugno 2019, *riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (direttiva sulla*

La peculiarità del suo contenuto normativo, nonché la ragione per cui ha suscitato tanto scalpore nell'ambito della comunità giuridica, è costituita dalla scelta di introdurre un meccanismo di *cramdown*³⁷⁷, sullo stile di quello americano, per il superamento di eventuali dissensi opportunistici da parte di intere classi di *stakeholders*, offrendo però agli Stati Membri la possibilità di adottare un approccio di “*relative priority*”³⁷⁸ come parametro della *fairness* necessaria per il legittimo esercizio dello strumento³⁷⁹.

Per un'agevole esposizione ci si riferirà d'ora in poi all'approccio europeo come “*European relative priority rule*” (*EU-RPR*).

La trattazione si articolerà come segue: nel presente capitolo si darà spazio alla riflessione giuridica che ha interessato la *APR* come applicata nell'ordinamento USA; nel successivo, invece, si renderà conto del vivace dibattito che ha accompagnato l'elaborazione e la promulgazione della direttiva, relativamente all'introduzione della *EU-RPR*, che la nuova legislazione propone agli Stati Membri come regola “standard”³⁸⁰.

L'analisi delle implicazioni dell'uno o dell'altro regime sarà raggruppata per problemi: si esamineranno, cioè, i riflessi dell'approccio di *APR* (e successivamente di *EU-RPR*) in ognuna delle fasi della procedura, dando conto delle varie critiche e difese attinenti ai diversi momenti in cui la regola influenza la condotta degli *stakeholders*.

ristrutturazione e sull'insolvenza). D'ora in avanti “Direttiva (UE) 1023/2019”.

³⁷⁷ Direttiva (UE) 1023/2019, art. 11.

³⁷⁸ Si ritiene necessario effettuare una precisazione concettuale al fine di evitare fraintendimenti.

L'espressione “*relative priority*” è qui utilizzata in senso generico, volendosi indicare, tramite l'utilizzo di questa definizione, un qualsiasi schema di distribuzione delle utilità che, pur riconoscendo validità e importanza alla gerarchia dei creditori, non impone l'integrale soddisfazione di una classe sovraordinata come condizione necessaria per la distribuzione di ricchezze alla sua diretta subordinata.

Si premette inoltre che per tutto il resto della trattazione si utilizzeranno tre espressioni distinte a seconda dello specifico concetto che si intende esprimere: “*relative priority rule*”, abbreviato in “*RPR*”, sarà utilizzato nella maniera sopra indicata; “*redemption option-priority*” o “*ROP*” sarà impiegato per indicare l'approccio teorico che integra l'*APR* tradizionale con l'utilizzo di opzioni, come suggerito dalla ABI; “*European relative priority rule*”, o “*EU-RPR*”, sarà specificamente riferito alla formulazione della *relative priority rule* adottata dalla Direttiva U.E. 1023/2019.

³⁷⁹ Direttiva (UE) 1023/2019, art. 11. Si darà ampio spazio all'analisi del regime di priorità in questione nel prossimo capitolo.

³⁸⁰ *Ibidem*.

4.2.1. Una premessa all'esame della APR: lo scopo delle procedure concorsuali

Nel corso degli anni, i ricercatori hanno formulato numerose osservazioni nei confronti della APR, mettendone in luce aspetti sia positivi che negativi. Per poter offrire un punto di vista personale in merito ai contributi esaminati nel prosieguo dell'elaborato, si ritiene utile soffermarsi preliminarmente a riflettere su quali siano le finalità ultime delle procedure concorsuali e, di conseguenza, in base a quali parametri un certo istituto possa essere ritenuto efficace o meno.

Molti studiosi si sono posti il medesimo interrogativo e hanno tentato di fornire delle risposte: si procede dunque ad illustrare una serie di conclusioni raggiunte in merito, sulle quali larga parte della comunità giuridica sembra concordare e fare affidamento.

Dopo aver fondato la ragione dell'esistenza delle procedure concorsuali sulla necessità di risolvere le problematiche di gestione delle risorse comuni contenute nel patrimonio del debitore³⁸¹, alcuni studiosi hanno affermato che, in virtù della loro capacità di far giungere i soggetti economici all'esito ottimale, i suddetti istituti possano essere considerati (da un punto di vista teorico) come la concretizzazione di un ipotetico accordo di spartizione delle risorse in caso di insolvenza (*ex-post*), cui tutti i creditori si sarebbero volontariamente sottoposti *ex-ante*, se avessero potuto conoscere le difficoltà di gestione delle risorse comuni cui sarebbero in seguito stati soggetti³⁸².

Ciò implica, sviluppando ulteriormente il ragionamento, che nel delineare la disciplina ottimale per la regolazione del concorso dei creditori, il legislatore dovrà attenersi fedelmente al rispetto della finalità prima di questo ipotetico accordo *ex-ante*³⁸³: la massimizzazione delle utilità disponibili.

Tale approccio, chiamato *creditors' bargain theory*³⁸⁴, sta alla base della moderna visione del diritto della crisi come mezzo volto ad assicurare la miglior valorizzazione

³⁸¹ Si veda paragrafo 1.3.

³⁸² T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, in *The Yale Law Journal*, 1982, Vol. 91, No. 5, pp. 857-907.

³⁸³ D.G. BAIRD, T.H. JACKSON, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, in *University of Chicago Law Review*, 1984, Vol. 51, No.1, pp. 97-130.

³⁸⁴ T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, op. cit.

possibile del patrimonio soggetto ad esecuzione: obiettivo che, se raggiunto, porterebbe beneficio a tutte le parti coinvolte.

Concretizzando l'assunto teorico in principi applicabili alle legislazioni di settore, si individuano due linee-guida che gli istituti volti alla risoluzione della crisi dovrebbero seguire: A) massimizzazione del valore del patrimonio disponibile; B) rispetto dei diritti contrattualmente pattuiti *ex ante* (cioè "pre-crisi")³⁸⁵.

4.2.1.1. Massimizzazione del valore del patrimonio

Il valore totale che sarà distribuito tra i partecipanti al termine delle procedure, deve essere massimizzato (c.d. obiettivo di efficienza *ex post*).

Tale obiettivo può essere raggiunto solo mediante il perseguimento congiunto di due finalità: la prima, destinare i beni dell'azienda al loro uso più efficiente³⁸⁶; la seconda, impiegare il minor ammontare di risorse possibile per gestire la crisi e redistribuire il patrimonio³⁸⁷. A tal fine è auspicabile ridurre al minimo il tempo che il processo richiederà, abbattendone così sia i costi diretti (spese di consulenza delle parti e di amministrazione del caso) che indiretti (danni economici subiti dall'impresa a causa del dilungarsi della procedura)³⁸⁸.

A. Destinazione dei beni all'uso più efficiente

Una procedura concorsuale efficace dovrebbe permettere di distinguere le aziende non redditizie dalle altre, e far sì che queste escano dal mercato³⁸⁹.

³⁸⁵ D.G. BAIRD, T.H. JACKSON, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, op. cit.

³⁸⁶ L.A. BEBCHUK, *Using options to divide value in corporate bankruptcy*, European Economic Review, 2000, Vol. 44, pp. 829-843

³⁸⁷ *Ibidem*.

³⁸⁸ *Ibidem*.

³⁸⁹ Così in M.J. WHITE, *Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and*

Si è già esposto nel capitolo 1, come una caratteristica fisiologica dell'economia di mercato sia l'incapacità di alcune imprese di restare sul mercato a causa della loro inefficienza. Secondo la letteratura scientifica³⁹⁰ tale fenomeno avviene quando un determinato complesso produttivo, per motivi vari, non è più in grado di generare ricchezza, ma al contrario, operando, ne distrugge.

Al verificarsi di una situazione del genere, le scienze economiche affermano che rimandare l'inevitabile, o peggio, mantenere in vita forzatamente tali imprese, può avere ricadute negative sul sistema: la conseguenza sarebbe difatti quella di allocare le risorse in maniera non efficiente³⁹¹. I motivi principali sono tre: il primo, è che si consentirebbe l'utilizzo di *assets* in maniera non produttiva, impedendo contemporaneamente ad altri attori di usufruirne per generare ricchezza, anziché distruggerla; il secondo, è che si costringerebbero gli investitori (non necessariamente privati) a mettere risorse a disposizione di un soggetto economico che non è in grado di sfruttarle adeguatamente, rinunciando simmetricamente a finanziarne altri che sarebbero invece in grado di remunerare il capitale investito, tramite il compimento di operazioni proficue; il terzo, che si indurrebbero i lavoratori ad impiegare le proprie energie in attività che non sono, o non saranno, in grado di remunerarli.

L'allocazione inefficiente va così a detrimento dell'intera società.

B. Impiego ottimale delle risorse per la gestione del concorso

La procedura collettiva di riallocazione delle risorse deve coordinare le azioni dei vari soggetti interessati comportando il minor dispendio possibile³⁹²: tutte le spese necessarie alla regolazione del concorso dei creditori, infatti, verranno detratte dal

Out-of-Court Debt Restructurings, in *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1994, Vol. 10, No. 2, pp. 268-295.

³⁹⁰ S.A. GREENLAW, D. SHAPIRO, *Principles of Microeconomics 2e*, Open Stax - Rice University, 2018, Houston, Texas, USA, disponibile su <https://openstax.org/details/books/principles-microeconomics-2e>.

³⁹¹ *Ibidem*.

³⁹² L.A. BEBCHUK, *Using options to divide value in corporate bankruptcy*, op. cit.

patrimonio dell'azienda insolvente e di conseguenza, più costi (c.d. costi *diretti*) comporterà il procedimento, meno utilità resteranno da spartire fra i titolari delle pretese.

Inoltre, l'impresa in difficoltà affronta anche altri tipi di perdite (c.d. costi *indiretti*). Queste sono legate allo “stallo” imposto dalle procedure ed alle conseguenze negative che la notizia della crisi porta in termini di reputazione: le ricerche riportano, in merito, come una risoluzione tempestiva delle difficoltà economiche sia essenziale al fine di rendere possibile il ritorno dell'impresa sul mercato³⁹³.

4.2.1.2. Rispetto dei diritti contrattualmente pattuiti

Anche il rispetto dei diritti contrattualmente pattuiti fra le parti *ex ante*, ha implicazioni sulla massimizzazione del valore del patrimonio, seppur da una diversa prospettiva (“anteriore”).

È noto come la struttura normativa di un ordinamento crei incentivi per gli attori di mercato anche prima del momento in cui essi vi debbano ricorrere. Predisporre regole certe ed efficienti, infatti, fornisce agli investitori una maggior sicurezza nell'immettere risorse in un certo mercato e costituisce uno stimolo positivo in tal senso. Il diritto della crisi non fa eccezione.

Perseguire l'efficienza *ex post* è fondamentale per incoraggiare l'afflusso di capitali, ma è anche rilevante poter determinare, *ex-ante*, come il valore dell'impresa sarà diviso tra le parti in caso di insolvenza: in particolare, al fine di delineare i corretti incentivi, è auspicabile che il patrimonio del debitore venga ripartito secondo lo schema di distribuzione concordato al momento della stipula dei contratti³⁹⁴.

Come si è illustrato precedentemente nel corso dell'elaborato, non tutti i finanziatori sono uguali; al contrario, esiste fra loro una precisa gerarchia. Nell'ottica di garantire la certezza del diritto e stimolare gli investimenti, le priorità dei crediti stabilite nei contratti e tutelate dal diritto comune dovrebbero essere rispettate anche in caso di insolvenza,

³⁹³ In particolare, si evidenzia come i casi di *Chapter 11* che superano una certa durata non riescano poi a tornare operative. Così in A. BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The Costs of Bankruptcy*, op. cit.

³⁹⁴ L.A. BEBCHUK, *Using options to divide value in corporate bankruptcy*, op. cit.

alterandole solo quanto necessario per conseguire il superiore obiettivo della massimizzazione del valore patrimoniale³⁹⁵.

Si è già osservato come un diritto della crisi “ideale” debba rispecchiare lo schema di ripartizione che i creditori sceglierebbero se fossero in grado di conoscere *ex ante* la situazione futura (*creditors' bargain theory*); resta dunque da osservare come mai il rispetto delle priorità sia considerato una componente essenziale di tale ipotetico patto.

Si parta dal presupposto che l'insolvenza è un rischio prevedibile e che, una volta concretizzatosi, sarà sostenuto da ognuno degli investitori in diversa misura, a seconda della specifica posizione giuridica. Il calcolo di tale rischio influenza le decisioni dei singoli creditori in merito all'opportunità di sottoporre un credito a garanzia e, in caso affermativo, a quali condizioni. I prelatizi, ad esempio, “pagano” per la loro priorità, accettando un tasso di interesse minore in cambio di una maggior “sicurezza” dell'investimento³⁹⁶: in caso di insolvenza, dunque, assegnare loro un ammontare di utilità maggiore rispetto agli altri creditori, sarebbe conforme alla volontà di tutte le parti, in quanto la garanzia è stata concessa consensualmente per ottenere un risparmio sugli interessi³⁹⁷.

I creditori chirografari, dal canto loro, hanno preferito un tasso di interesse più elevato come corrispettivo per l'assunzione di un rischio maggiore. È pertanto logico desumere che, in caso di crisi, dati i diversi assetti di rischio e remunerazione liberamente negoziati, tutti i creditori siano concordi nell'adottare un sistema di regole che, conformemente agli assetti contrattuali, tuteli maggiormente le pretese garantite, a scapito delle altre.

Qualora invece, contrariamente a quanto sinora esposto, si adottasse un impianto normativo indifferente alla relazione fra priorità contrattualmente stabilita e trattamento economico in fase di crisi, alcuni titolari di pretese potrebbero essere incentivati a ricorrere alle procedure di insolvenza in maniera strumentale e opportunistica, cioè al

³⁹⁵ T.H. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, USA, 1986.

³⁹⁶ Si illustrerà meglio questo meccanismo nel prossimo paragrafo.

³⁹⁷ D.G. BAIRD, T.H. JACKSON, *Corporate reorganizations and the treatment of diverse ownership interests: comment on adequate protection of secured creditors in bankruptcy*, op. cit.

solo fine di accedere ad un sistema di regole più vantaggioso per la propria posizione, pregiudicando così gli interessi altrui³⁹⁸.

Ove ciò accadesse, gli investitori garantiti, ritenendosi non adeguatamente tutelati dalle procedure collettive, preferirebbero i rimedi di esecuzione individuale, facendo riemergere le criticità legate alla “corsa al recupero dei beni”, descritte nel paragrafo 1.3.³⁹⁹.

Il riconoscimento di maggiori tutele ai creditori garantiti, nell’ambito del diritto della crisi, è dunque necessario affinché questi accettino di partecipare ad una procedura collettiva di recupero del credito. Così facendo, si consentirà a tutte le parti coinvolte di godere dei frutti di un’azione coordinata e complessivamente efficiente⁴⁰⁰.

4.2.2. La APR nella fase contrattuale: il costo del capitale di debito

Secondo taluni, il rispetto della *absolute priority rule* nelle procedure concorsuali avrebbe riflessi sul costo del capitale di debito⁴⁰¹.

Le loro argomentazioni fanno leva sul concepire la priorità del finanziamento come mezzo utile per sfruttare efficientemente la facilità di controllo che alcune parti potrebbero avere nei confronti del debitore, in vista di una migliore tutela dal rischio di credito⁴⁰². Si illustra il percorso logico seguito da tali autori.

4.2.2.1. Le garanzie come mezzo di riduzione del costo del debito

Si ponga l’esistenza di due creditori economicamente identici sotto tutti i punti di vista: stessa disponibilità finanziaria, stesse condizioni di prestito, stessa quantità di informazioni in merito all’attività debitore. In tale scenario, qualora ad uno dei due venga

³⁹⁸ *Ibidem*.

³⁹⁹ *Ibidem*.

⁴⁰⁰ *Ibidem*.

⁴⁰¹ B.E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, op. cit.

⁴⁰² *Ibidem*.

concessa una garanzia su di un bene in cambio di una riduzione del tasso di interesse sul finanziamento, il risparmio realizzato in virtù della priorità assegnata al finanziatore garantito verrebbe simmetricamente compensata da un incremento dell'importo dovuto al chirografario, il quale, risultando più esposto al rischio di insolvenza, pretenderà una remunerazione (tasso di interesse) maggiore. La torta sarebbe dunque divisa in modo diverso, ma le sue dimensioni resterebbero le stesse⁴⁰³.

Si ipotizzi invece ora che uno dei due creditori, *ceteris paribus*, disponga di maggiori informazioni sull'impresa debitrice e che ciò gli consenta di monitorare il proprio credito a un costo inferiore rispetto al collega⁴⁰⁴.

La possibilità di osservare le operazioni commerciali del debitore è importante nella dinamica creditizia, perché è l'unico modo in cui gli investitori esterni all'impresa possono capire se la proprietà sta impiegando tutti i mezzi a propria disposizione per gestire l'impresa al meglio (e quindi aumentare le probabilità di rimborso delle somme ricevute in prestito), o se invece sta adottando strategie inefficienti⁴⁰⁵. L'imprenditore e gli investitori esterni possono dunque minimizzare i c.d. *costi d'agenzia* ⁴⁰⁶ massimizzando la quota che i secondi riceveranno ove le cose andassero male⁴⁰⁷.

Questo schema crea un sistema di incentivi tale per cui, poiché il debitore non riceve alcun compenso a meno che gli investitori non siano pagati per intero (massimizzazione del recupero dei creditori in caso di risultati negativi), ha tutte le motivazioni per far sì che l'impresa abbia successo, in quanto: può appropriarsi di tutta la ricchezza generata, una volta superato l'importo complessivo dei debiti contratti; sostiene personalmente il costo di tutte le spese che non riesce a coprire tramite i guadagni accumulati, al di sotto del valore degli investimenti esterni (che saranno in tal caso rimborsati tramite erosione del capitale sociale, come già visto nel capitolo 1)⁴⁰⁸.

⁴⁰³ Esempificazione tratta da *ibidem*.

⁴⁰⁴ *Ibidem*.

⁴⁰⁵ *Ibidem*.

⁴⁰⁶ Definizione tratta da Corporate Finance Institute, Resources, Knowledge, Finance, Financial Covenants, *What are Agency Costs?*, su <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/agency-costs/>; ultimo accesso 18.30 del 22/04/2020.

⁴⁰⁷ B.E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, op. cit.

⁴⁰⁸ Si veda, in proposito, il paragrafo 1.1.

Tornando all'ipotesi iniziale, ne conseguirebbe che: il primo finanziatore, grazie alla possibilità di monitorare il debitore, godrebbe di un rischio di credito più basso senza avere necessità di variare le condizioni del proprio investimento; il secondo, invece, non avendo una simile capacità, sarebbe costretto ad aumentare il tasso di interesse per compensare il maggior rischio generato dalla minore conoscenza delle attività del debitore⁴⁰⁹.

Per evitare ciò, l'imprenditore può concedere al finanziatore meno informato una garanzia sui beni aziendali, di modo che possa godere di una maggiore tutela in caso di insolvenza e non sia dunque costretto a chiedere maggiori remunerazioni per il suo prestito. Così facendo, la potenziale maggiorazione che il creditore prelatizio avrebbe applicato è scongiurata e il costo del capitale resta invariato.

In uno scenario alternativo in cui, invece, la priorità del debito non venisse rispettata in caso di insolvenza, il debitore avrebbe potuto contrarre finanziamenti solo a tassi maggiori. La prima torta, stavolta, è più grande della seconda⁴¹⁰.

Mentre l'esempio precedente contempla la concessione di garanzie su tutti i beni del debitore (o comunque su di una porzione indeterminata), una spiegazione simile giustifica la sottoposizione a vincolo di beni specifici. Un imprenditore potrebbe difatti ridurre ulteriormente il costo del capitale di debito, assegnando ad un determinato creditore priorità sui beni di cui quest'ultimo ha una maggiore capacità di monitoraggio e/o valutazione e/o gestione⁴¹¹.

Si pensi, ad esempio, ad una società finanziaria capogruppo che controlla un'affiliata operante nel settore dell'immobiliare. Tale creditore avrebbe un vantaggio comparativo a vedersi concessa una garanzia su un fondo dell'impresa, di modo che, al verificarsi dell'eventuale insolvenza, possa soddisfarsi con priorità su di un bene che, tramite la sua controllata, può valutare al meglio ed eventualmente anche far fruttare, qualora gli fosse assegnato in compensazione.

⁴⁰⁹ B.E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, op. cit.

⁴¹⁰ *Ibidem*.

⁴¹¹ *Ibidem*.

Un debitore assegna dunque la priorità ai suoi investitori per abbattere i *costi d'agenzia* dovuti all'asimmetria informativa (caratteristica quasi onnipresente nei mercati reali⁴¹²) e ridurre al minimo il costo del capitale⁴¹³. Le parti si aspettano, conseguentemente, che le prelazioni vengano rispettate in caso di insolvenza, altrimenti non avrebbe avuto senso stipulare simili accordi.

Incoraggiare deroghe alla gerarchia delle pretese (e dunque alla *absolute priority rule*), potrebbe quindi disinnescare quel meccanismo virtuoso che riduce il costo del capitale in presenza di asimmetrie informative e aumentare l'esborso richiesto all'impresa per assicurarsi il medesimo afflusso di finanziamenti: l'allocazione delle risorse diverrebbe così sub-ottimale⁴¹⁴.

4.2.2.2. La priorità relativa e il costo del debito

Opposte argomentazioni sono sostenute da chi riterrebbe utile l'adozione di un approccio più "elastico" alla ripartizione di utilità in sede di ristrutturazione (cioè tutte le varie forme di *relative priority*), non tendono a contraddire *in toto* quanto sinora affermato a sostegno del rispetto della gerarchia delle pretese; si concentrano piuttosto sul negare l'esistenza di nessi fra la *RPR* ed eventuali maggiorazioni nel costo di approvvigionamento del debito, e sul portare all'attenzione della comunità alcune circostanze concomitanti.

4.2.2.2.1. Una premessa alle critiche: il teorema di Modigliani e Miller

Si ritiene opportuno, come premessa alle opinioni di segno contrario, aprire una finestra sul campo della teoria economico-finanziaria.

⁴¹² S.A. GREENLAW, D. SHAPIRO, *Principles of Microeconomics 2e*, Open Stax - Rice University, 2018, Houston, Texas, USA, disponibile su <https://openstax.org/details/books/principles-microeconomics-2e>.

⁴¹³ B.E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, op. cit.

⁴¹⁴ A. SCHWARTZ, *The Absolute Priority Rule and the Firm's Investment Policy*, in *Washington University Law Quarterly*, 1994, Vol. 72, pp. 1213-1225.

Verso la fine degli anni '50, Franco Modigliani e Merton Miller elaborarono un teorema matematico-finanziario il cui enunciato dimostra che, ipotizzata l'assenza di costi di transazione (fra cui, per esempio, i costi di acquisizione delle informazioni, per ricollegarsi al modello precedente) fra i diversi attori economici e di spese per le procedure concorsuali, la conformazione qualitativa delle strutture di capitale (debito prioritario, comune, subordinato ecc...) non ha alcun effetto sul valore di un'impresa⁴¹⁵. La c.d. *proposizione di irrilevanza* di Modigliani e Miller viene presa da questa parte degli studiosi come punto di partenza per la discussione sulle strutture di capitale. Essa implicherebbe, fintanto che i presupposti dell'enunciato sono validi, che la scelta tra priorità assoluta e relativa per fondare il sistema di recupero del credito, non avrebbe alcun effetto sul valore dell'impresa e, di conseguenza, sul costo del capitale⁴¹⁶. I tassi di interesse, in un mercato dei capitali che rispetti le condizioni del teorema, dovrebbero dunque variare, riportando sempre ad una situazione di equilibrio, indipendentemente dal sistema di priorità prescelto. In altre parole, la somma dei rendimenti dovuti agli investitori subordinati e sovraordinati (e dunque il costo di approvvigionamento del capitale) resterebbe la medesima in entrambi gli scenari⁴¹⁷.

Chiaramente l'enunciato vale solo ove vengano rispettate le due condizioni. Pertanto, affrontando un eventuale dibattito su quale regime di priorità riduca maggiormente il costo del debito, è necessario identificare previamente quale delle ipotesi dell'enunciato Modigliani-Miller non sia applicabile nel contesto specifico.

Le considerazioni precedentemente effettuate a sostegno della *APR*, sono riconosciute valide da un punto di vista teorico e nessuna obiezione viene sollevata in merito dagli autori⁴¹⁸.

⁴¹⁵ Originariamente in F. MODIGLIANI, M. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *The American Economic Review*, 1959, Vol. 49, No. 4, pp. 655-669.

⁴¹⁶ *Ibidem*.

⁴¹⁷ D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, in *Virginia Law Review*, 2001, Vol. 87, No. 5, pp. 921-959.

⁴¹⁸ Non smentito in D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, op.cit.; né in A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, in *The University of Chicago Law Review*, 2011, Volume 78, No. 3, pp. 759-807; né in D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2017, Vol. 165, No. 4, pp. 785-829.

Sul piano pratico, invece, i sostenitori della *RPR* evidenziano una serie di circostanze che lascerebbero intravedere una realtà economica diversa da quella rappresentata nel modello. Il riscontro empirico esaminato, tuttavia, si riferisce solo al comportamento dei vari attori nei contesti riorganizzativi di grandi dimensioni; nessuna argomentazione contraria viene difatti portata per ciò che concerne realtà imprenditoriali di minori dimensioni: si possono dunque ritenere condivisibili, per tale segmento di mercato, le osservazioni relative alla priorità come rimedio ai costi d'agenzia.

4.2.2.2.2. L'asimmetria informativa nelle riorganizzazioni delle grandi imprese

Un primo *excursus* è necessario dedicarlo alle possibilità di monitoraggio.

Generalmente, all'interno degli ordinamenti, le normative di settore impongono sempre più obblighi e cautele via via che le aziende si ingrandiscono e che le conseguenze delle loro operazioni iniziano ad essere maggiormente impattanti sulla società. Non fanno eccezione in tal senso gli oneri informativi: si pensi, ad esempio, alle numerose previsioni volte a stimolare la trasparenza all'interno dei mercati azionari⁴¹⁹.

Grazie a queste regole, al crescere delle dimensioni dell'impresa, aumenta anche la quantità di dati e notizie inerenti la gestione aziendale a disposizione degli investitori esterni. La potenziale asimmetria informativa fra creditori va dunque attenuandosi, così come la distanza fra le circostanze concrete del mercato e le ipotesi di Modigliani-Miller; di conseguenza, l'utilità delle garanzie come mezzo di riduzione dei costi di monitoraggio sembrerebbe parimenti ridursi.

Si osserva inoltre come la tipica riorganizzazione di grandi imprese coinvolga quasi esclusivamente diritti patrimoniali di investitori sofisticati⁴²⁰. Costoro, essendo controparti finanziarie di grandi realtà imprenditoriali, sono tutti dotate di adeguati

⁴¹⁹ Per l'Italia, ad esempio, si pensi al Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* ("T.U.F."), artt. 114 ss.

⁴²⁰ D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2017, Vol. 165, No. 4, pp. 785-829.

strumenti di rilevazione del rischio creditizio, indipendentemente dalla tipologia di titolo tramite cui lo forniscono. Una tale cautela è imposta dalla necessità di tali attori di essere in grado di gestire efficacemente il proprio livello di rischio per poter operare credibilmente sul mercato del credito, e la predisposizione di tali sistemi prescinde totalmente dalla volontà di assumere un determinato grado di priorità nelle strutture del capitale del debitore. In altre parole, qualsiasi operatore economico che fornisca credito a grandi imprese sarà dotato di efficaci strumenti di misurazione del rischio e non effettuerà certo valutazioni più “approssimative” ove un debitore offra più tutele contrattuali rispetto ad un altro.

Verrebbe così definitivamente meno l’ipotesi del modello precedente (un creditore più informato dell’altro).

Che sia prelatizio o chirografario nella struttura del capitale, il finanziatore tipico sarà difatti un *hedge fund*, un grande fondo pensione o di investimento, una compagnia di assicurazioni o una banca. Questi soggetti, avendo solitamente pari disponibilità di dati e medesima capacità di elaborarli per ottenere informazioni, sono in grado di adattarsi a qualsiasi regime di priorità semplicemente variando i tassi di interesse e ripristinando così la situazione di equilibrio: è lo scenario della torta che resta della stessa grandezza, ma cambia solo l’ampiezza delle relative fette⁴²¹.

Perciò, in virtù di quanto sostenuto, si conclude che qualora l’unico motivo per ricorrere a diverse categorie di debito fosse la ricerca di un rimedio all’asimmetria informativa fra creditori, tale problema non si riscontrerebbe nel caso delle grandi imprese: dunque, una struttura di capitale costruita intorno alla priorità relativa avrebbe lo stesso valore di una costruita intorno alla priorità assoluta e il costo del capitale non ne risulterebbe alterato⁴²².

È tuttavia doveroso specificare, a margine delle suddette conclusioni, che l’esistenza di titoli garantiti all’interno del mercato del credito odierno sembra essere ampiamente giustificata, visto il largo impiego che ne viene fatto, e che non si intendeva affatto

⁴²¹ D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, op. cit.

⁴²² *Ibidem*.

metterla in discussione *in toto*. L'intento della dissertazione era piuttosto limitato a riportare il pensiero di quegli autori che negano una relazione causale fra regimi di priorità e costo del debito, relativamente alle grandi realtà aziendali.

4.2.2.2.3. Le ingerenze dei creditori garantiti nella gestione dell'impresa

Una seconda tipologia di obiezione può essere mossa all'assunto che vede nella *APR* un mezzo di riduzione degli interessi sul debito, osservando le dinamiche che interessano il governo societario nel momento in cui il debitore si rende responsabile di inadempimenti contrattuali nei confronti dei finanziatori garantiti.

Alcune ricerche infatti⁴²³, smentendo le aspettative generate da una ricostruzione teorica ⁴²⁴ che vede i creditori privilegiati "lontani" dall'impresa e maggiormente disinformati in merito alle sue operazioni, mostrano un grande coinvolgimento di costoro nella gestione aziendale, in virtù delle facoltà che i vincoli contrattuali consentono loro di esercitare. Nel paragrafo 4.1 si è avuto modo di illustrare come i finanziatori si intromettano nella conduzione dell'impresa non appena il debitore violi una qualche previsione oggetto di *covenant*, e di come riescano ad esercitare pressioni per la modifica delle strategie operative (i riscontri più evidenti si hanno osservando le sostituzioni degli amministratori delegati o le nomine dei *Chief Restructuring Officer*), ben prima che gli altri investitori o il mercato rilevino difficoltà finanziarie del debitore⁴²⁵. I dati riportano, tra l'altro, un frequente miglioramento delle prestazioni economiche dell'impresa in seguito all'esecuzione delle variazioni imposte dai creditori garantiti⁴²⁶.

Ciò che si ricava, dunque, da tali osservazioni è che il paradigma teorico della priorità come rimedio ad una scarsa informazione appare quasi ribaltato nella realtà

⁴²³ Sia G. NINI, D. C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, op. cit.; che K. M. AYOTTE, E. R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, op.cit.

⁴²⁴ Ci si riferisce al modello contenuto in B.E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, op. cit., relativo all'utilizzo della priorità come rimedio alla scarsità di informazioni.

⁴²⁵ G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, op. cit.

⁴²⁶ *Ibidem*.

economica attuale: contrariamente a quanto prospettato dal modello teorico esaminato in principio, il creditore prelatizio è generalmente più coinvolto nella gestione e più informato rispetto agli altri finanziatori (per lo meno nelle grandi realtà imprenditoriali).

4.2.2.2.4. La priorità relativa e il rispetto dei diritti delle parti

Ultima considerazione che emerge, in difesa della *RPR*, è che non necessariamente un sistema di ripartizione delle utilità che si discosti dalla *APR*, debba recare pregiudizio ai diritti privilegiati detenuti dai creditori garantiti: molto dipende dagli specifici termini della soluzione esaminata. La proposta *ROP*, ad esempio, ha il solo scopo di riconoscere ai titolari di pretese subordinate rispetto a quelle incluse nelle distribuzioni, il valore del loro diritto d'opzione sull'eventuale *surplus* che dovesse emergere a causa di una iniziale sottovalutazione dell'impresa⁴²⁷. L'intenzione sarebbe dunque quella di impedire che i creditori inclusi nelle assegnazioni acquisiscano ricchezze di spettanza altrui; non certo di privare i prelatizi di risorse loro destinate secondo quanto contrattualmente pattuito⁴²⁸.

In virtù di ciò, i sostenitori della *ROP* non rinvergono alcun nesso causale fra le proprie teorie ed il rischio di causare un aumento del costo del capitale di debito⁴²⁹.

4.2.3. La *APR* e gli incentivi "ex ante": azzardo morale, ricorso alle procedure concorsuali e "underinvestment"

Uno degli argomenti principali che ha costituito oggetto di dibattito relativamente ai diversi regimi di priorità, riguarda gli incentivi "pre-crisi" (c.d. *ex ante*) che essi possono fornire ai vari attori economici. Si procede al loro esame.

⁴²⁷ Si rimanda al paragrafo 4.2.6. per informazioni più dettagliate.

⁴²⁸ A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, in *The University of Chicago Law Review*, 2011, Vol. 78, No. 3.

⁴²⁹ *Ibidem*.

4.2.3.1. Problema di "underinvestment" (pro-APR)

Una considerazione che diversi autori hanno portato all'attenzione della comunità giuridica è che, svolgendo un ragionamento simile a quello che nel paragrafo precedente ha condotto ad affermare che l'APR, a differenza di altri regimi, è in grado di ridurre il costo del capitale, si potrebbe ipotizzare l'esistenza di un problema di "underinvestment" (letteralmente, "sotto-investimento": indica un problema di allocazione sub-ottimale delle risorse in cui vengono investite meno ricchezze di quanto sarebbe efficiente⁴³⁰), ove si scegliesse un diverso approccio normativo ⁴³¹ (che per comodità sarà genericamente definito *RPR*).

Più specificamente, la suddetta tesi afferma che: nel tentativo di tutelarsi da un sistema normativo che permette al debitore di trattenere una quota delle risorse disponibili anche in caso di dissesto, e che dunque garantisce loro un recupero minore, i finanziatori potrebbero essere più restii nell'erogazione del credito, causando, nel lungo periodo, un rallentamento del sistema economico⁴³².

Si illustra il problema tramite un piccolo modello⁴³³.

Modello

Condizioni di esistenza: tutti i valori ipotizzati sono da intendersi numeri naturali (cioè interi e positivi), tranne: " I_n ", che è intero e negativo; " x " che è positivo e frazionario; i coefficienti " p ", che, esprimendo probabilità, sono frazionari, compresi fra 0 (impossibilità) e 1 (certezza) e la loro somma fa necessariamente 1.

⁴³⁰ Definizione disponibile su <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/underinvestment>; ultimo accesso 16.00 del 23/04/2020.

⁴³¹ Così in L.A. BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, in *The Journal of Finance*, 2002, Vol. 57, No. 1, pp. 445-460.

⁴³² *Ibidem*.

⁴³³ Il modello è frutto di una rielaborazione personale della dimostrazione contenuta in L.A. BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, op. cit.

Si ipotizzi che un'impresa a rischio di insolvenza abbia valore "V" e le si profili un'opportunità di investimento, che produrrà il risultato economico "I", una volta portato a termine. Per sfruttare questa *chance*, però, l'azienda ha bisogno di un finanziamento "D" (che per semplicità si supporrà avere un tasso di interesse pari a 0⁴³⁴), poiché, in quanto vicina al dissesto, non dispone di liquidità propria da impiegare nel nuovo progetto. Qualora tale strada non venisse imboccata e si proseguisse l'attività solo con le operazioni correnti, l'impresa non riuscirebbe ad arrestare il suo declino e si rivelerebbe definitivamente insolvente.

I potenziali esiti dell'affare sono due, uno negativo "I_n", che porterà l'impresa all'insolvenza, cioè a non essere in grado di rimborsare integralmente il prestito ($V + I_n < D$), ed uno positivo "I_p", che invece permetterà agli azionisti sia di restituire la somma ricevuta ($V + I_p > D$) che di ricavare un certo guadagno⁴³⁵ "G" ($G = V + I_p - D$).

Nel valutare la convenienza del nuovo progetto, gli azionisti rapportheranno le probabilità di successo e di insuccesso alle proprie aspettative di guadagno. In particolare, l'investimento sarà ritenuto utile per l'impresa, ove il suo rendimento medio sia maggiore di zero. Per calcolarlo si sommeranno i due possibili esiti, parametrati alle rispettive probabilità, e si deciderà di cogliere l'opportunità qualora il risultato di tale somma fosse maggiore di zero.

In simboli, si deciderà di investire solo se:

$$[1] p(I_p) \cdot I_p + p(I_n) \cdot I_n > 0.$$

Si ipotizzi che l'investimento sia ritenuto utile.

Gli azionisti non sono di certo gli unici a riflettere prima di intraprendere l'affare: anche il finanziatore, dal canto suo, effettuerà le dovute valutazioni. In particolare, egli determinerà l'importo erogabile D in base alle probabilità di recupero: tramite un'operazione simile a quella degli azionisti, confronterà il proprio rientro "R" sia in

⁴³⁴ Il tasso di interesse non è rilevante all'interno del presente modello: è stato omissso per comodità, ma il suo eventuale inserimento non porterebbe a differenti conclusioni.

⁴³⁵ Si specifica che il termine "guadagno" non è utilizzato nel suo significato "proprio" secondo le scienze economico-aziendalistiche (cioè quello di "utile"); viene qui impiegato, invece, per indicare genericamente la quota spettante al debitore una volta noto l'esito dell'affare.

caso di esito negativo “ R_n ”, che di esito positivo “ R_p ”, e definirà di conseguenza l’ammontare massimo di risorse impiegabili.

In simboli, l’operazione da compiere è:

$$[2] D = p(I_p) \cdot R_p + p(I_n) \cdot R_n$$

L’importo del credito recuperabile, tuttavia, varia in base alle regole che disciplinano la ripartizione di utilità fra i vari attori.

Si pongono dunque due ipotesi alternative: la prima, vede un sistema di ripartizione di tipo *APR*; la seconda, uno di tipo *RPR*.

Nel sistema *APR* la regola è che il valore totale dell’impresa spetta prima al creditore, fino alla sua soddisfazione integrale e poi, solo ove vi siano utilità residue, al debitore. Ciò significa, calando la norma nel modello, che l’eventuale guadagno degli azionisti “ G ” è calcolato nel seguente modo:

$$[3] G = V + I_p - D ; \text{ e di conseguenza: } [4] R_p = D$$

Vi sarà dunque guadagno solo se, una volta noto l’esito dell’affare, il nuovo valore dell’impresa ($V+I$) sarà maggiore dell’importo preso in prestito (D), cioè solo se: $V+I_p > D$.

Tale situazione si concretizza nello scenario positivo.

In caso contrario invece, cioè qualora l’investimento abbia esito negativo, la somma destinata al creditore sarà sempre la prima ad essere detratta dal valore totale dell’impresa, ma stavolta questo potrebbe non essere sufficiente a rimborsare del tutto il prestito. Difatti, se lo scenario negativo è tale da far scendere la valutazione dell’impresa (come posto in ipotesi) sotto l’importo del finanziamento, non sarà solo il creditore a subire delle perdite, ma anche il debitore. La situazione si può riassumere, in simboli, così:

Se $V+I_n < D$, allora $R_n = V+I$ e $G = 0$ (non esiste $G < 0$ per ipotesi)

Ecco dunque l’implicazione principale della *APR*: se il valore complessivo dell’impresa diventa minore o uguale dell’importo del debito, al titolare dei diritti di credito sarà assegnato l’intero valore residuo dell’azienda ($R_n = V+I$) e il guadagno del debitore sarà 0 (il risultato dell’espressione [3] potrebbe essere virtualmente negativo,

ma, stante la regola della limitazione della responsabilità delle società di capitali, nel presente modello G non può assumere valori negativi).

Lo scenario *RPR* è invece caratterizzato da un sistema distributivo diverso. In caso di esito positivo la regola non cambia, dunque il recupero del creditore sarà sempre $R_p = D$; cambierà invece l'importo rimborsato nello scenario negativo, poiché si pone ora come ipotesi che la *RPR* assicuri al debitore una quota di utilità “x”, calcolata come una determinata frazione del valore residuo “V+I” ($x = [V+I_n]/y$), anche qualora il nuovo valore dell'impresa non sia sufficiente al rimborso integrale del finanziamento.

Il recupero del creditore sarà in tal caso $R_n = V+I-x$; e il guadagno dell'azionista sarà $G = x$.

Si confrontino ora i potenziali recuperi del creditore nei due scenari alternativi, *APR* e *RPR*, e si determinino di conseguenza gli importi dei finanziamenti erogabili.

In *APR*:

$R_p = D$; $R_n = V+I_n$ dunque

$$[4] D(apr) = p(I_p)*D + p(I_n)*(V+I_n)$$

In *RPR*:

$R_p = D$; $R_n = V+I_n-x$ dunque

$$[5] D(rpr) = p(I_p)*D + p(I_n)*(V+I_n-x)$$

Si osserva che i primi addendi ($p(I_p)*D$) delle espressioni [4] e [5] sono uguali, dunque il confronto può essere ristretto ai secondi.

Poiché “ I_n ” è per ipotesi numero intero e negativo, e “x” è per condizione di esistenza numero positivo (la quota di utilità riservata all'azionista non può essere negativa), dal confronto fra $(V+I_n)$ e $(V+I_n-x)$, evinciamo che:

A. Se $I_n > V$, allora $x = 0$, perché $x = (V+I_n)/y$, e sviluppando l'espressione si otterrà $x = 0/y = 0$. Le espressioni [4] e [5] risulteranno perciò uguali in quanto entrambi i secondi addendi assumeranno il valore di 0, e conseguentemente $D(apr) = D(rpr)$.

B. Se $I_n < V$, $x > 0$ e quindi necessariamente $(V+I_n) > (V+I_n-x)$. Ciò è vero perché entrambi i termini sarebbero uguali se non per la presenza di “ x ”, numero positivo, che viene sottratto a uno dei due valori identici. Pertanto, sottraendo un numero positivo (x) ad un altro numero positivo ($V+I_n$), non si può che ottenere un valore inferiore a quello di partenza ($V+I_n$). Il secondo addendo dell’espressione [5] risulta perciò inferiore a quello dell’espressione [4] e di conseguenza $D(apr) > D(rpr)$.

Merita osservare, a margine delle due possibili soluzioni, che lo scenario "A" è poco più che una congettura teorica. Per concretizzare tale possibilità, infatti, l’esito negativo “ I_n ” dell’investimento dovrebbe essere tale da distruggere completamente il valore di tutti i beni aziendali: circostanza che pare alquanto improbabile, se non quasi impossibile.

In conclusione si può affermare che, in presenza di una situazione corrispondente a quella ipotizzata nel modello, il denaro che un creditore sarà disposto ad erogare per finanziare un determinato investimento sarà inferiore nei sistemi ispirati alla *RPR* invece che alla *APR*. Potrebbe dunque conseguire un problema di *underinvestment*, qualora un determinato progetto necessitasse di un importo minimo di risorse per essere avviato, e tale valore fosse superiore all’importo che il finanziatore sarebbe disposto a spendere in regime di *RPR*.

4.2.3.2. Problemi di azzardo morale (pro-APR)

Altre riflessioni suggeriscono invece che gli scostamenti *ex post* dalla *absolute priority* avrebbero un potenziale effetto negativo sulle decisioni di gestione *ex ante*, prese prima dell’insorgere del dissesto finanziario: nello specifico si argomenta che, in presenza di indebitamento, gli azionisti potrebbero prendere decisioni "globalmente inefficienti" in materia di investimenti. Le suddette deviazioni potrebbero infatti, in

determinati scenari, incentivare l'impresa a scegliere investimenti più rischiosi rispetto a quelli che avrebbe scelto in un sistema di regole improntato al rispetto della *APR*⁴³⁶.

L'ipotesi da cui prende avvio il ragionamento è che quando un'impresa manifesta segni di difficoltà, gli azionisti (tramite l'operato dei *managers*), perseguendo l'obiettivo di massimizzare il proprio guadagno, potrebbero favorire un progetto rischioso rispetto a uno più sicuro, anche ove il primo offrisse un rendimento medio più basso. Ciò in quanto i guadagni derivanti da eventuali esiti favorevoli verrebbero interamente catturati dagli azionisti, mentre le perdite derivanti da un esito infausto sarebbero in parte sopportate anche dai debitori⁴³⁷.

Inoltre, poiché le deviazioni dall'*APR* hanno l'effetto di aumentare la quantità di risorse distribuite agli azionisti in situazioni di dissesto, aumenterebbe parimenti la porzione di rischio che sarebbe di conseguenza addossata ai creditori e dunque la convenienza, per gli azionisti, di avviare progetti inefficienti da un punto di vista globale, ma con un alto ritorno economico atteso in caso di esito favorevole. Ciò andrebbe ad aggravare il problema di c.d. *moral hazard* (letteralmente, *azzardo morale*; indica una condotta orientata all'assunzione di rischi globalmente inefficienti per massimizzare il profitto personale ⁴³⁸) già implicitamente esistente in ogni situazione di declino economico in cui, per il modello organizzativo adottato, l'imprenditore possa avvalersi della responsabilità limitata e della conseguente separazione patrimoniale⁴³⁹. (3)

Ciò che una parte della dottrina sostiene, quindi, è che: pur esistendo un incentivo inefficiente a investire in progetti rischiosi a prescindere dal sistema di regole adottato (*APR* o *RPR*), la possibilità di derogare alla *absolute priority* (che, per semplicità è qui definita genericamente *RPR*) aumenta tale incentivo, accrescendo l'attrattiva di un'operazione azzardata⁴⁴⁰.

⁴³⁶ L.A. BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, op. cit.

⁴³⁷ *Ibidem*.

⁴³⁸ Definizione tratta da <https://www.intelligenteconomist.com/moral-hazard/>; ultimo accesso 16.15 del 23/04/2020.

⁴³⁹ L.A. BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, op. cit.

⁴⁴⁰ *Ibidem*.

Esempio⁴⁴¹

Il percorso logico è molto simile a quello illustrato per l'*underinvestment*.

Si immagini un'impresa in declino che, al fine di approntare efficaci misure di *turnaround*, vede profilarsi innanzi a sé un bivio, rappresentato dalla scelta fra due progetti di business: uno più rischioso ma anche più redditizio; l'altro più sicuro ma meno profittevole. Ove decidesse invece di non effettuare alcuna scelta e continuare ad operare come sinora effettuato, non arresterà il declino e diverrà insolvente.

Anche qui abbiamo i due sistemi di regole diverse *APR* e *RPR*⁴⁴² cui rapportarci per determinare quale dei due sistemi fornisca agli attori economici i migliori incentivi per raggiungere la migliore allocazione delle risorse *ex-ante*.

Si ponga il valore dell'azienda "V" pari a 100€ e si immagini di dover scegliere fra: l'investimento rischioso "Ir", costituito da una possibilità "p(p)" del 50% di aggiungere valore $I_{rp} = +70€$, ed una equivalente possibilità "p(n)" di causare una perdita di valore di $I_{rn} = -50€$; e l'investimento sicuro I_s , che produrrà, in caso di esito positivo un ricavo di $I_{sp} = +55€$, con un 50% di possibilità, e una perdita di valore di $I_{sn} = -30€$ in caso opposto, con un coefficiente probabilistico del 50%.

Anche stavolta l'impresa ha carenza di liquidità e deve attingere a fondi esterni. La soglia minima di risorse da investire è 50€, dunque il finanziamento "D" ammonterà a tale somma.

Eseguendo un calcolo simile a quello dell'equazione [1] della precedente dissertazione, si otterranno ricavi medi (R_m) stimati di, rispettivamente:

$$R_m(I_r) = I_{rp} * p(p) + I_{rn} * p(n) = 10€$$

$$R_m(I_s) = I_{sp} * p(p) + I_{sn} * p(n) = 12.5€$$

In termini assoluti sarebbe dunque preferibile l'investimento sicuro I_s .

⁴⁴¹ L'esempio è frutto di una rielaborazione personale delle opinioni contenute in L.A. BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, op. cit.

⁴⁴² Denominazione generica, come per il modello precedente.

Si esamini però il guadagno atteso dal debitore nei due sistemi, *APR* e *RPR*, ponendo che *RPR* assegni comunque un quinto del valore residuo al debitore in caso di insolvenza.

APR

$$G_m(I_r) = 60$$

$$G_m(I_s) = 62.5$$

Sotto il regime di *APR*, I_s si presenta vantaggioso anche dal punto di vista degli azionisti.

RPR

$$G_m(I_r) = 65$$

$$G_m(I_s) = 62.5$$

Ecco che i bilanciamenti cambiano. Agendo nel proprio esclusivo interesse, gli azionisti preferiranno stavolta l'investimento più rischioso e meno efficiente dal punto di vista globale.

Un sistema ispirato alla *RPR* può quindi, in certi casi, aumentare l'incentivo degli azionisti (già esistente per causa della limitazione di responsabilità patrimoniale) a compiere scelte inefficienti ed assumere più rischi di quanto collettivamente ottimale.

4.2.3.2.1. Ulteriori spunti di riflessione sul tema dell'azzardo morale

A margine della teoria appena esemplificata, l'autore riconosce tuttavia che i finanziatori esterni sopportano quasi sempre una certa quota di perdite, anche in assenza di violazioni dell'*absolute priority*, e che dunque, poiché le deviazioni dalla stessa sono comunemente limitate a una piccola frazione del patrimonio residuo, si potrebbe ipotizzare che l'incentivo "extra" al *moral hazard* non sia poi così significativo rispetto

a quello già fornito dalla mera presenza della limitazione di responsabilità patrimoniale, tipica delle società di capitali⁴⁴³.

In subordine a quanto riportato, e relativamente al medesimo argomento, ritengo opportuno effettuare anche una breve considerazione personale.

In base a quanto affermato dallo stesso teorizzatore del modello appena esaminato, il problema di *moral hazard* esiste a prescindere dal regime di priorità prescelto, in quanto causalmente legato alla possibilità di avvalersi della responsabilità patrimoniale limitata. Tale consapevolezza mi spinge dunque a sostenere che affrontare la suddetta criticità e scegliere il regime di priorità più opportuno siano questioni diverse, che richiedono differenti percorsi e riflessioni. Le osservazioni svolte in merito all'esacerbarsi dell'incentivo all'azzardo in regime di *RPR*, potrebbero tuttavia risultare utili per spingere la comunità ad elaborare e/o richiedere più urgentemente un intervento correttivo di tale difetto, ove si scegliesse di adottare un sistema di *relative priority*.

Un'interessante prospettiva in merito al suddetto problema viene inoltre offerta dalle ricerche empiriche effettuate sulla *governance* delle grandi imprese. Tali studi mostrano, coerentemente a quanto anticipato nel paragrafo 4.1, che non appena un debitore comincia a violare i *covenants* dei contratti di finanziamento, le controparti intervengono pesantemente nella gestione aziendale e lo fanno molto prima che l'impresa si trovi ad essere insolvente⁴⁴⁴. Come si è già illustrato, i finanziatori sono in grado di esercitare ingenti pressioni al fine di modificare le strategie gestionali (persino sostituire gli amministratori) e ristabilire i parametri economico-finanziari desiderati: ciò implica che non necessariamente i *managers*, una volta iniziato il declino, continuino ad agire ininterrottamente nell'interesse degli azionisti; anzi, è piuttosto verosimile che si apra una finestra temporale in cui l'impresa risulti gestita, di fatto, nell'interesse dei creditori⁴⁴⁵.

⁴⁴³ L.A. BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, op. cit.

⁴⁴⁴ G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, op. cit.

⁴⁴⁵ *Ibidem*.

Di conseguenza, un elemento che si era posto a fondamento delle precedenti dissertazioni sul tema del *moral hazard* (cioè che l'impresa fosse amministrata nell'interesse degli azionisti), potrebbe nella realtà concreta non sussistere e perciò, la portata del fenomeno di incentivo al rischio di cui si è tanto speculato, risulterebbe fortemente limitata.

4.2.3.3. Ricorso tardivo alle procedure concorsuali (contra-APR)

Si passano ora in rassegna le principali critiche all'APR, concernenti l'assetto di incentivi *ex-ante* da essa determinato, mosse da chi sostiene la necessità di modificare tale approccio.

Una prima osservazione che viene effettuata in supporto alle varie forme di RPR è che, in un regime di *absolute priority*, i soci e gli amministratori di una società in crisi, ove non adeguatamente incentivati mediante offerte di ritenzione di quote nella nuova impresa riorganizzata, potrebbero valutare non conveniente ricorrere tempestivamente alle procedure di insolvenza, causando in tal modo inutili perdite patrimoniali all'impresa⁴⁴⁶.

Lo scenario potrebbe profilarsi come segue.

Quando lo spettro dell'insolvenza si avvicina, l'amministrazione è chiamata ad adottare misure di *turnaround* per scampare alla crisi. Nel fare ciò, si valutano comparativamente più strategie operative possibili.

Supponendo che gli amministratori agiscano (ancora) nell'interesse degli azionisti, essi raffronteranno gli esiti favorevoli delle scelte disponibili con quelli infausti. In un regime normativo che adotta la APR come metodo di distribuzione delle utilità in una riorganizzazione, l'eventuale fallimento delle misure di *turnaround* e la conseguente

⁴⁴⁶ D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, And The Costs of Bankruptcy*, in *University Of Pennsylvania Law Review*, 2017, Vol. 165 March, No. 4, pp. 785-829.

insolvenza, condurranno il complesso produttivo ad essere valutato e, in caso di ristrutturazione in sede di giudiziale, ripartito in base all'ordine gerarchico delle pretese. Dato che i soci, come noto, si collocano in fondo a questa scala di priorità, il loro recupero in caso di insolvenza sarà verosimilmente molto basso, se non nullo (in base alla gravità della crisi).

Ciò premesso, consistendo le conseguenze di un eventuale insuccesso nella privazione di qualsiasi utilità, la priorità assoluta potrebbe indurre l'imprenditore a posticipare al massimo il momento di ricorso alle procedure d'insolvenza e ad effettuare investimenti sempre più rischiosi, sperando in un miracoloso recupero, via via che la situazione peggiora⁴⁴⁷. Tale modalità di azione risulterebbe conveniente in quanto il rischio di insolvenza esisterebbe comunque, a prescindere dalla strategia adottata, e pertanto condurre l'impresa verso la riorganizzazione in maniera più cauta e in condizioni patrimoniali migliori, potrebbe variare solo minimamente (o per nulla, nei casi peggiori) la quota di utilità che, in regime di *APR*, sarebbe destinata al debitore.

Per esemplificare lo scenario, basti pensare che sia ove lo squilibrio fra attivo e passivo fosse molto rilevante, che ove le due componenti fossero esattamente uguali, una riorganizzazione svolta nel rigoroso rispetto della *APR* non assegnerebbe alcuna risorsa agli azionisti. Dunque, qualora al momento di scegliere la strategia di *turnaround* si profilassero due alternative di cui una avente uno scenario negativo tale da portare il passivo al pari dell'attivo e un'altra il cui esito negativo fosse far sprofondare le attività molto al di sotto del debito complessivo, la parte di utilità mantenuta dagli azionisti sarebbe comunque zero. Tanto varrebbe rischiare tutto e perseguire il maggior guadagno⁴⁴⁸.

Le analisi effettuate nel corso degli anni sulle aziende soggette alla procedura di *Chapter 11* sembrerebbero non smentire le suddette argomentazioni.

Si è già avuto modo di comparare i dati delle due fasi storiche della *reorganization* e notare che nella prima ('78 - inizio anni '90) le deviazioni dalla *APR* nelle previsioni

⁴⁴⁷ D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, in *Virginia Law Review*, 2001, Vol. 87, No. 5, pp. 921-959.

⁴⁴⁸ *Ibidem*.

dei piani di riorganizzazione erano molto frequenti (4-5-6, circa il 75% delle volte) e favorivano la vecchia compagine azionaria⁴⁴⁹, permettendole di mantenere discrete quantità di partecipazioni⁴⁵⁰. Nel secondo periodo (primi '90 - primi '00), invece, si osservava una radicale inversione di tendenza a favore dei creditori: la APR veniva rispettata nell'85% dei casi e la procedura di riorganizzazione era condotta, come anticipato, quasi sempre dai finanziatori garantiti, che, non a caso, mostravano tassi di recupero medi del 90% del credito ammesso⁴⁵¹.

L'altro dato interessante riguarda invece le condizioni patrimoniali delle imprese che hanno presentato domanda di ammissione alla procedura: le ricerche riportano infatti che nella seconda fase "storica" del *Chapter 11*, le aziende riportavano situazioni economiche mediamente più deteriorate di quelle del periodo precedente⁴⁵². Se ne potrebbe quindi desumere, a prima vista, una correlazione fra minor tasso di deviazioni dalla APR e migliori condizioni patrimoniali dei soggetti economici in crisi, che avvalorerebbe il percorso logico illustrato in precedenza.

Ciononostante, si ritiene opportuno non trarre conclusioni affrettate in tal senso e dare il giusto peso alla concomitanza di fattori che nel tempo ha stravolto le caratteristiche della *reorganization*: si ricordi, infatti, che negli anni il "centro direzionale" dell'azienda in crisi si è fortemente spostato nelle mani dei creditori (solitamente garantiti), dunque l'indagine di un possibile legame fra crescita dell'incentivo all'*azzardo morale* e rigorosa aderenza all'APR dovrebbe necessariamente tenere conto del ruolo dei finanziatori in fase di declino.

Se ne conclude perciò che i dati esaminati non smentiscono l'ipotesi di una correlazione fra i suddetti elementi, ma che al tempo stesso non risultino sufficientemente univoci da costituire una vera e propria conferma. L'incentivo all'*azzardo morale*,

⁴⁴⁹ Si veda paragrafo 4.1.

⁴⁵⁰ Media del 9% circa, come già visto in 4.1. Dati da S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit.

⁴⁵¹ Si veda paragrafo 4.1. Dati da A. BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The Costs of Bankruptcy*, op. cit.

⁴⁵² Si vedano paragrafo 4.1. e S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. Werner, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit.

dunque, potrebbe essere (ma non lo è per certo) maggiormente impattante in regimi ispirati alla *APR*.

4.2.3.4. Problema di "underinvestment" (contra-APR)

Nel corso di un andamento economico negativo, è possibile che si manifesti una situazione tale per cui una politica imprenditoriale ispirata alla cautela produrrebbe una maggiore probabilità di insolvenza rispetto ad una più azzardata⁴⁵³.

In un contesto simile, il controllo dei creditori sulla gestione, intrinsecamente caratterizzato da una minore propensione al rischio, potrebbe risultare controproducente per tutte le parti coinvolte.

I finanziatori, difatti, contrariamente agli azionisti, che in determinate circostanze potrebbero risultare incentivati ad assumersi rischi inefficientemente elevati, subiscono pressioni in senso opposto, che li spingono cioè ad assumerne troppo pochi. Ciò accade in virtù delle modalità di remunerazione del capitale di debito: come si è visto nel paragrafo 1.1., infatti, gli investitori esterni sopportano tutte le conseguenze economiche di un eventuale insuccesso dell'impresa, ma possono godere solo di una parte del guadagno negli scenari positivi⁴⁵⁴.

Da qui la naturale tendenza al contenimento del pregiudizio economico in caso di perdite.

Formalizzando, dunque: alcuni autori ipotizzano che in conseguenza di un eccessivo controllo delle strategie di impresa da parte dei creditori, le risorse potrebbero risultare allocate in modo sub-ottimale, a causa di politiche aziendali troppo caute⁴⁵⁵.

*Esempio*⁴⁵⁶

⁴⁵³ D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, op. cit.

⁴⁵⁴ Si vedano, a tal proposito, sia paragrafo 1.1 che D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, op. cit.

⁴⁵⁵ *Ibidem*.

⁴⁵⁶ Esempio costruito sulla base delle riflessioni contenute in D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, op. cit.

Si immagini nuovamente un'azienda in declino, di valore $V = 100\text{€}$, che, al fine di arrestare l'andamento negativo, si trova a scegliere fra due progetti, uno più rischioso ed uno più sicuro. Si ipotizzi ora che l'investimento rischioso " I_r " porterà nel 50% delle volte ($p(I_{rp})$) ad un ricavo di $I_{rp} = +150\text{€}$ e nell'altra metà dei casi ($p(I_{rn}) = 0.5$) ad una perdita di $I_{rn} = -100\text{€}$. L'altro progetto, invece, quello cauto " I_s ", condurrà una volta su due ($p(I_{sp}) = 0.5$) ad un'aggiunta di valore di $I_{sp} = +55\text{€}$ e in caso contrario ($p(I_{sn}) = 0.5$) ad una perdita di $I_{sn} = -25\text{€}$.

Si ponga inoltre che, sempre a causa di problemi di liquidità, l'azienda debba ricorrere a fondi esterni e che l'importo minimo di risorse per avviare entrambi i progetti sia $D = 50\text{€}$. Un eventuale rifiuto dei finanziatori impedirebbe di cogliere l'opportunità di *turnaround* e destinerebbe il complesso all'insolvenza.

Per verificare l'esistenza del problema di *underinvestment*, si confronteranno i ricavi attesi (RI_m) per l'azienda e le aspettative di recupero medie dei creditori (RC_m).

Ricavi attesi:

$$RI_m(I_s) = I_{sp} \cdot p(I_{sp}) + I_{sn} \cdot p(I_{sn}) = 15\text{€}$$

$$RI_m(I_r) = I_{rp} \cdot p(I_{rp}) + I_{rn} \cdot p(I_{rn}) = 25\text{€}$$

In termini assoluti, la scelta efficiente per l'impresa sarebbe dunque l'investimento rischioso (I_r).

Recupero medio (con sistema *APR*):

$$RC_m(I_s) = D \cdot p(I_{sn}) + D \cdot p(I_{sp}) = 50\text{€}$$

$$RC_m(I_r) = V - I_{rn} \cdot p(I_{rn}) + D \cdot p(I_{rp}) = 25\text{€}$$

Dovendosi rimborsare il finanziamento ai creditori, prima di poter destinare le utilità residue al debitore, si osserva che nel caso del progetto sicuro (I_s), il recupero medio è maggiore e corrisponde all'importo richiesto dall'impresa al fine di avviare l'investimento, mentre nell'altra ipotesi (I_r), il recupero medio è inferiore all'importo richiesto e dunque il creditore non sarà disposto a concedere somme da impiegare in tale affare.

In conclusione, a causa delle maggiori aspettative di recupero dei creditori, l'impresa sarà costretta a scegliere il progetto meno efficiente.

4.2.3.4.1. Ulteriori spunti di riflessione sul tema dell'underinvestment

A margine dell'esempio, si ritiene opportuno evidenziare un riscontro empirico che supporterebbe la tesi appena esposta. Un'analisi effettuata sugli andamenti economici delle grandi aziende a cavallo fra anni '90 e 2000, riporta un calo generalizzato del livello rischio nelle strategie operative in conseguenza della violazione dei parametri stabiliti dai *covenants* finanziari: gli autori ne deducono che tale singolare correlazione possa essere unicamente imputabile all'ingerenza dei creditori nella gestione⁴⁵⁷.

L'eventualità di un problema di *underinvestment* in conseguenza del coinvolgimento dei finanziatori nella gestione dell'impresa, sembrerebbe dunque confermata.

4.2.4. Le negoziazioni all'ombra della APR

4.2.4.1. L'impostazione generale della regola

La APR nel *Chapter 11* è una tutela derogabile⁴⁵⁸. Ciò però non significa che la sua operatività influenzi le parti solo una volta attivata. Tutto il contrario: le negoziazioni fra gli *stakeholders* sono profondamente modellate dall'esistenza della regola; le parti, infatti, utilizzano l'assetto di APR per calcolare quale sarebbe il proprio guadagno in un ipotetico scenario in cui si dovesse fare appello a tale metodologia di distribuzione, e, in base al livello di protezione loro accordato nel caso di specie, orientano la propria condotta nelle trattative⁴⁵⁹.

È importante dunque chiarire preliminarmente in che modo la APR veicoli e risolva i conflitti che potrebbero potenzialmente sorgere in merito alle spartizioni.

⁴⁵⁷ G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, op. cit.

⁴⁵⁸ Si veda 11 U.S.C. § 1129(b).

⁴⁵⁹ D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, in *The Yale Law Journal*, 2006, Vol. 115, pp. 1930-1970.

L'approccio con cui la norma inquadra il valore dell'impresa al fine di giudicarne la suddivisione è molto netto.

L'operatività dell'APR si fonda concettualmente sull'esistenza di una determinata grandezza (un numero), cui poi verranno rapportati dei suoi sottomultipli. Si basa, cioè, sulla determinazione univoca del valore economico dell'impresa sottoposta a riorganizzazione in quel dato momento storico⁴⁶⁰.

Effettuare la stima di un complesso produttivo, però, significa anche sintetizzare i suoi potenziali risultati economici futuri in un unico valore e tale operazione implica necessariamente una perdita di accuratezza della previsione. Caratteristica fondante della APR è perciò il suo basarsi sulla condensazione di una serie di potenziali scenari in un unico numero. Per esempio, due valori alternativi (50 e 150) che l'impresa potrebbe assumere al termine della procedura con eguale probabilità (50%) vengono ricondotti ad uno (100)⁴⁶¹. Alla luce di tale parametro, poi, verrà determinata l'equità delle assegnazioni effettuate alle varie classi di detentori di titoli.

Effettuare una media dei possibili valori sulla base di un criterio probabilistico è senza dubbio il miglior metodo con cui applicare tale approccio alle distribuzioni: sarebbe di contro piuttosto arduo discernere se una classe sia stata soddisfatta integralmente o meno. Come valutare, ad esempio, un piano che assegna metà delle quote societarie ai creditori e l'altra metà al debitore, senza assegnare una quantificazione monetaria alle suddette partecipazioni?

Ciò che, tuttavia, suscita interessanti riflessioni non è "l'ora", quanto piuttosto "il dopo".

Allo stato attuale, una volta che le distribuzioni sono state pattuite, il piano non potrà più essere sostanzialmente alterato (salvo particolari circostanze *ex* 11 U.S.C. § 1127⁴⁶²); tale caratteristica, però, apre la strada ad un interrogativo, e cioè: se una volta terminata la riorganizzazione, o comunque nei primi mesi del nuovo ciclo, il mercato dovesse

⁴⁶⁰ *Ibidem*.

⁴⁶¹ *Ibidem*.

⁴⁶² Può essere modificato solo prima che sia stato eseguito "in maniera sostanziale", solo le circostanze del caso lo richiedono e con il rispetto dei requisiti della § 1129. Tutti questi elementi sono valutati dal giudice nel corso di una nuova udienza di conferma.

attribuire all'impresa un valore completamente diverso da quello preso come parametro durante la procedura, sarebbe giusto mantenere le quote prefissate? Qualcuno potrebbe essere stato compensato oltre il dovuto e qualcuno meno; sarebbe dunque equo, in tal caso, difendere lo *status quo*?

La principale critica mossa alla APR si fonda proprio su tali interrogativi: il presente sistema di ripartizione delle utilità sembra ispirato ad una eccessiva rigidità e non contempla l'eventuale scenario (peraltro realistico) che l'impresa riorganizzata assuma valori completamente diversi da quelli presi a modello durante le negoziazioni⁴⁶³ e che, di conseguenza, le assegnazioni effettuate sulla base dei precedenti valori possano distorcere completamente il grado effettivo di soddisfazione delle diverse classi, andando in definitiva a compromettere proprio quei valori di *fairness* ed *equitability* che la regola si proponeva di garantire⁴⁶⁴.

Si illustra la critica con un piccolo esempio⁴⁶⁵.

Stimare che l'impresa riorganizzata valga 100€, non è uguale a dire che il suo valore potrebbe diventare 50€ o 150€ con uguale probabilità (50%), a seconda di come si evolverà il mercato dall'inizio alla fine della procedura. 100€ è un valore fittizio che non si verificherà mai in nessuno dei due scenari. Si tratta di una media ed è un valore ragionevole da prendere come parametro iniziale per non brancolare completamente nel buio. Si ipotizzi però che sulla base di tale grandezza si fosse inizialmente pattuito, ad esempio, di riservare 90€ (9/10 delle quote) ad un creditore e 10€ al debitore (1/10), in una procedura che ha ammesso un credito totale di 120€. Si immagini poi che un mese dopo la riorganizzazione, il mercato assegni all'impresa un valore complessivo di 150€. Risultato concreto della ristrutturazione sarà stato assegnare al creditore più utilità (9/10 di 150 = 135€) di quante gliene spettavano da contratto (quindi prima della crisi) e contemporaneamente privare il debitore di una parte di dividendi (135-120 = 15€) che invece gli sarebbero dovuti.

⁴⁶³ D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.

⁴⁶⁴ Si approfondirà tale critica nel paragrafo 4.2.6.

⁴⁶⁵ Esempio tratto da D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.

Per risolvere tale criticità, gli studiosi hanno avanzato varie proposte alternative. Fra tutte, le più interessanti prevedono il riconoscimento, a favore delle classi escluse dalle distribuzioni a causa della loro posizione gerarchica, del valore economico di un'ipotetica opzione di acquisto che renda loro possibile appropriarsi del *surplus* di risorse eventualmente generato dalla riorganizzazione, riscattando le quote societarie dalle classi *senior* (incluse nella ristrutturazione) ed evitando che queste ultime risultino sovrapcompensate (*ROP*)⁴⁶⁶.

Si approfondirà meglio tale questione in seguito⁴⁶⁷. Merita in questa sede notare, però, che nonostante i suggerimenti costruttivi abbiano poi assunto forme diverse, più autori sembrerebbero concordare sul punto finora sostenuto: la *APR* tende a condensare tutti i possibili scenari futuri in un unico valore presente ⁴⁶⁸, con la potenziale conseguenza di causare rilevanti scostamenti fra le utilità ottenute “sulla carta” e quelle realmente percepite.

4.2.4.2. I riflessi sulla negoziazione

Oggetto delle negoziazioni che conducono, una volta terminate, alla presentazione di un piano, è la redistribuzione del valore del capitale nel contesto dell'impresa riorganizzata⁴⁶⁹.

La principale critica che viene mossa all'*absolute priority* da chi ne chiede la modifica è che l'assetto di tale regola non spinge le parti alla cooperazione, generando così un conflitto fra classi capace di determinare l'allungamento dei tempi del procedimento e la lievitazione dei costi dello stesso⁴⁷⁰.

⁴⁶⁶ A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, in *The University of Chicago Law Review*, 2011, Volume 78, No. 3, pp. 759-807.

⁴⁶⁷ Si veda paragrafo 4.2.6.

⁴⁶⁸ Concordi sul punto: A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit.; D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.; D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, op. cit.

⁴⁶⁹ D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.

⁴⁷⁰ D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, op.

L'eventualità che l'*APR* sia invocata da una classe di *stakeholders*, crea in effetti un particolare sistema di incentivi in capo ai vari attori della vicenda: ognuno di essi risulta difatti spinto ad ipotizzare tale scenario e calcolarne preventivamente l'impatto sulle rispettive posizioni. Secondo gli autori citati, ciò spesso conduce le parti ad adottare condotte opportunistiche tali da pregiudicare il patrimonio del debitore e rendere impossibile un'allocazione efficiente delle risorse.

Vari studi⁴⁷¹ hanno analizzato queste dinamiche nel corso degli anni: si tenterà di offrirne una ricostruzione complessiva.

4.2.4.2.1. I creditori prelatizi

I creditori prelatizi, essendo i primi nella scala gerarchica, sono le parti più tutelate all'interno delle procedure: questo maggior grado di protezione si spiega sia attraverso le garanzie predisposte in loro favore dalla 11 U.S.C. § 1129(b)(2)(A), che, più intuitivamente, col fatto che il loro debito è il primo ad essere rimborsato e quindi l'ultimo a subire perdite. Si immagini la massa patrimoniale come una montagna e le diminuzioni di valore come un vento che la erode: le prime componenti ad essere spazzate via saranno quelle più in alto, ma le pretese *senior* costituiscono la base dell'ammasso di roccia. Prima che esse risentano dei danni causati dagli agenti atmosferici, il monte sarà divenuto collina.

L'interesse di questo gruppo, come del resto quello degli altri finanziatori, è volto a massimizzare il recupero del credito originariamente concesso. In tale ottica andranno dunque interpretate sia le evidenze empiriche che le riflessioni elaborate dagli autori.

Già al paragrafo 4.1. Si è avuto modo di osservare come le statistiche dipingano i creditori garantiti in qualità di veri padroni delle procedure di risoluzione della crisi, sia

cit. Si veda in proposito anche A. KALAYA, R. SINGHALC, E. TASHJIAN, *Is Chapter 11 Costly?*, in *Journal of Financial Economics*, 2007, Vol. 84, pp. 772–796, che evidenzia come i costi della procedura crescano in relazione alla complessità della struttura finanziaria del debitore, suggerendo dunque una maggiore difficoltà nel coordinamento all'aumentare del numero delle classi.

⁴⁷¹ Ci si riferirà ai vari autori singolarmente nel corso della trattazione.

giudiziali che stragiudiziali⁴⁷². Ciò che era stato concepito per offrire una seconda opportunità ad imprenditori capaci ma sfortunati, sembra essersi tramutato nel corso degli anni in mero strumento di recupero crediti per finanziatori garantiti. Sorprendentemente, questo pervasivo controllo sembra avere ricadute positive in alcuni casi⁴⁷³, ma sarebbe un errore generalizzare la considerazione ed estenderla a tutte le casistiche. Vi sono infatti ricorrenti esempi concreti, qualcuno anche celebre (come il caso Chrysler ⁴⁷⁴), di come la gestione “credito-centrica” possa condurre al non raggiungimento di quegli obiettivi che il diritto della crisi pone come propri fondamenti concettuali: garantire la massimizzazione e la migliore allocazione delle risorse in gioco⁴⁷⁵.

A tal proposito, alcuni studi richiamano l’attenzione su casistiche in cui i creditori garantiti tendono a voler chiudere rapidamente le crisi, spingendo per vendite-lampo dell’intero complesso produttivo a terzi⁴⁷⁶ (c.d. *fire-sales*). Questo tipo di cessioni è particolarmente apprezzato dai potenziali offerenti in virtù delle garanzie predisposte dalla legge in merito di alienazioni in sede liquidatoria: la *res* verrà difatti acquistata a titolo originario e dunque priva di qualsiasi onere o vincolo preesistente⁴⁷⁷.

La preferenza degli acquirenti va anche a beneficio dei venditori, poiché consente loro di strappare prezzi maggiori e conseguentemente di soddisfare una maggior percentuale di crediti.

Tutto ciò, in teoria.

⁴⁷² In tal senso sia G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, op. cit., che K.M. AYOTTE, E.R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, op.cit.

⁴⁷³ In particolare G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, op. cit., mostra una correlazione positiva fra l’influenza dei creditori sul *management* e le prestazioni economiche dell’azienda.

⁴⁷⁴ In M.B. JACOBY, E.J. JANGER, *Ice Cube Bonds: Allocating the Price of Process in Chapter 11 Bankruptcy*, in *The Yale Law Journal*, 2014, Vol. 123, Issue 4, pp.862-947, il caso Chrysler viene portato come esempio di operazione orchestrata d'intesa fra i creditori garantiti e gli acquirenti, causando una svendita dell'azienda.

⁴⁷⁵ *Ibidem*.

⁴⁷⁶ M.B. JACOBY, E.J. JANGER, *Ice Cube Bonds: Allocating the Price of Process in Chapter 11 Bankruptcy*, op. cit.

⁴⁷⁷ R.G. SABLE, M.J. ROESCHENTHALER, D.F. BLANKS, *When the 363 Sale Is the Best Route*, op. cit.

In pratica, invece, accade spesso che i veri gestori della transazione (cioè i finanziatori garantiti) spingano per vendere rapidamente e senza neanche contrattare troppo al rialzo il prezzo d'acquisto. Esito ricorrente di tali operazioni è che, col senno di poi (cioè quando i mercati, poco dopo la risoluzione della crisi, attribuiscono una valutazione “stabile” alle azioni della nuova impresa), ci si accorge che l'azienda è stata ceduta a saldo⁴⁷⁸ e che il mancato guadagno va a pregiudicare tutti gli *stakeholders*, tranne che i creditori privilegiati.

Tale fenomeno è reso possibile dal fatto che, qualora i creditori prelatizi, come spesso accade, godano di vincoli di garanzia su tutti i beni aziendali, la somma ricavata dalla transazione andrà prioritariamente a soddisfare i loro crediti fino a concorrenza, dopodiché, in caso di avanzo, verrà distribuita alle classi inferiori. Conseguentemente, nelle contrattazioni con il terzo, l'unico obiettivo cui i prelatizi mireranno sarà ottenere un compenso sufficientemente alto da soddisfare integralmente i loro crediti; nessun incentivo li spingerà a negoziare ulteriormente al fine di pattuire un prezzo che rispecchi il valore effettivo del complesso⁴⁷⁹.

Infine, la leva utilizzata per convincere le Corti ad autorizzare la vendita sarà quella del c.d. *melting ice cube* (letteralmente, “cubetto di ghiaccio che fonde”)⁴⁸⁰: più tempo l'impresa trascorre in ristrutturazione, meno probabilità avrà di riprendersi e riaffermarsi sul mercato. Dall'altro lato il giudice non vedrà con favore l'eventualità di addossarsi la responsabilità del definitivo fallimento aziendale (con conseguenti perdite di posti di lavoro, difficoltà economiche dell'indotto ecc...) per aver rifiutato una cessione tempestiva, benché (forse) a saldo, e non troverà affatto semplice negare il proprio assenso⁴⁸¹.

L'ultimo tassello di questo *puzzle* è la parte acquirente. Negoziare con un venditore che non ha interesse a guadagnare, ma solo a recuperare le proprie spese, è certamente

⁴⁷⁸ M.B. JACOBY, E.J. JANGER, *Ice Cube Bonds: Allocating the Price of Process in Chapter 11 Bankruptcy*, op. cit.

⁴⁷⁹ *Ibidem*.

⁴⁸⁰ Così definita in M.B. JACOBY, E.J. JANGER, *Ice Cube Bonds: Allocating the Price of Process in Chapter 11 Bankruptcy*, op. cit.

⁴⁸¹ *Ibidem*.

un vantaggio, ma vi sono altre circostanze di rilievo che spingono i potenziali compratori ad offrire importi moderati.

Acquisire un complesso produttivo che ha prodotto risultati economici negativi è rischioso. Chiunque possa essere allettato dalla prospettiva di aggiudicarsi un buon prodotto a prezzo stracciato, risulta parimenti timoroso per la possibilità che l'investimento possa rivelarsi una fregatura⁴⁸²: l'insolvenza potrebbe essere specchio di un problema endemico e non solo di una momentanea difficoltà. L'unico modo per ridurre il *deficit* informativo che rende titubante l'interessato è permettergli di raccogliere informazioni dettagliate sull'oggetto del suo desiderio, ma le operazioni di *due diligence* richiedono tempo e denaro: risorse che in un contesto di crisi non abbondano e che se abusate potrebbero determinare il definitivo tracollo di un complesso che, agendo tempestivamente, si sarebbe rivelato redditizio.

L'agglomerato di queste confliggenti esigenze produce l'esito anticipato: le offerte tendono ad essere strategicamente basse, in modo da ammortizzare il costo di un eventuale "bidone"⁴⁸³.

Risultato complessivo è che qualora la proposta di acquisto sia sì bassa, ma almeno sufficiente a compensare integralmente i crediti *senior*, le parti riusciranno ad accordarsi e i detentori di titoli garantiti si adopereranno per ottenere la vendita dell'azienda⁴⁸⁴. Certo, non è scontato che la strategia abbia successo, ma non è neppure improbabile.

Passando alle dinamiche di negoziazione "in senso stretto", bisognerà tenere presente che i creditori prelatizi generalmente beneficiano di una rigorosa applicazione della regola della priorità assoluta⁴⁸⁵ (come dimostrano i dati, oltre che le considerazioni appena esposte), dunque in caso acconsentano ad elaborare un piano, si aspetteranno di ricevere una quota di utilità pari alla quasi totalità dei loro crediti. Ad esempio, non è inverosimile ipotizzare che potrebbero assumere come "punto di resistenza" l'importo di un'eventuale offerta di acquisto dell'azienda. Tuttavia, anche ove non ve ne fosse alcuna,

⁴⁸² A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit.

⁴⁸³ *Ibidem*.

⁴⁸⁴ *Ibidem*.

⁴⁸⁵ K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, Columbia Business Law Review, 2005, Vol. 2005, No. 2, pp. 403-450.

le garanzie offerte dalla § 1129 (b)(2)(A) potrebbero essere sufficienti a motivare un'aspettativa di recupero discretamente alta. Bisogna infine considerare che negoziare ha un costo, sia in termini di denaro, che di tempo, dunque a maggior ragione, per quanto già esplicitato, l'eventuale decisione di intavolare trattative sarà verosimilmente sostenuta dalla convinzione di poter ottenere un trattamento molto favorevole.

Le tutele approntate dalla legge in favore della categoria in questione risultano ulteriormente amplificate se si considera che spesso i garantiti godono dell'appoggio del *management* dell'impresa⁴⁸⁶. In tale circostanza, le misure predisposte dalla legge al fine di aiutare il debitore diventano ulteriori strumenti a disposizione per chi si trova effettivamente alla guida del procedimento. Si prenda ad esempio l'*exclusivity period*: è un istituto concepito per consentire al debitore di essere punto di riferimento della negoziazione e per avere l'opportunità di sottoporre ai creditori dei piani che preservino i suoi interessi economici; se, però, il creditore garantito influenza, di fatto, gli amministratori dell'impresa può sfruttare questo periodo di esclusiva a proprio vantaggio e usufruirne per impostare le trattative come più gli conviene⁴⁸⁷.

Infine, un ultimo spunto offerto dalla dottrina sulla condotta tenuta dai creditori prelatizi in fase di trattativa, riguarda la “risonanza esterna” che i dettagli di un accordo potrebbero produrre in transazioni future. Quasi sempre i soggetti che sovvenzionano le attività d'impresa sono attori finanziari affermati sul mercato del credito⁴⁸⁸ e ciò implica che molti di loro possano trovarsi frequentemente a partecipare ad un negoziato di riorganizzazione aziendale. Una componente della strategia d'impresa di questi attori può consistere nel “farsi una reputazione” in ambito negoziale: essere ritenuti troppo accondiscendenti, per esempio, potrebbe risultare sconsigliabile sul lungo periodo, in quanto potrebbe indurre future controparti ad approfittarsi di un atteggiamento collaborativo⁴⁸⁹. Dall'altro lato, però, adottare sempre una linea di comportamento

⁴⁸⁶ Si veda paragrafo 4.1. relativamente ai piani di retribuzione per mezzo dei quali i finanziatori legano gli amministratori al perseguimento dei loro interessi.

⁴⁸⁷ K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, op. cit.

⁴⁸⁸ D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, op. cit.

⁴⁸⁹ K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, op. cit.

intransigente potrebbe affossare tentativi di riorganizzazione che avrebbero invece potuto rappresentare buone opportunità di guadagno.

Insieme agli altri fattori, dunque, è utile considerare anche questo aspetto “reputazionale”.

Tutte le circostanze elencate, unite alle riflessioni esposte nel paragrafo 4.1, inducono in definitiva a considerare la posizione negoziale dei prelatizi come decisamente forte, rispetto a quella degli altri *stakeholders*.

Le percentuali di recupero dei crediti riportate dalle statistiche (90% in media) sembrano avvalorare la tesi proposta⁴⁹⁰.

4.2.4.2.2. I creditori chirografari

I creditori chirografari hanno lo stesso obiettivo dei prelatizi all'interno della procedura: recuperare il maggior importo possibile.

Pur risultando, secondo i canoni della *APR*, subordinati ai prelatizi nel soddisfacimento, si ricordi che per qualsiasi modalità di soluzione della crisi il loro consenso è rilevante: rivestono dunque un ruolo decisivo in molte circostanze⁴⁹¹.

La posizione ricoperta all'interno della gerarchia dei crediti fa sì che perché abbiano successo nel proprio intento, gli si prospettino generalmente tre possibilità: cooperare con gli altri interessati affinché la gestione della crisi produca abbastanza ricchezza da farne residuare una parte anche per loro; convincere alcuni attori strategici che la situazione sia più rosea di quanto corrispondente a verità; sfruttare il proprio ruolo per esercitare pressioni sugli altri *stakeholders* al fine di ottenere più risorse di quelle che spetterebbero loro, in cambio di una condotta collaborativa.

⁴⁹⁰ Si veda in merito il paragrafo 4.1. Dati da A. BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The Costs of Bankruptcy*, op. cit.

⁴⁹¹ I suddetti creditori possono difatti opporsi sia alla cessione d'azienda ex 11 U.S.C. § 363, che alla conferma del piano di riorganizzazione. Per la disciplina si vedano: 11 U.S.C. § 363; 11 U.S.C. § 1129; U.S. Federal Rules of Bankruptcy Procedure, Rule 6004.

Per ciò che concerne la prima opzione, gli unici fattori che possono aumentare la ricchezza a disposizione di tutti gli *stakeholders*, e quindi la probabilità di recupero da parte dei chirografari, sono la rapidità e l'economicità di soluzione della crisi, l'eventuale collaborazione del debitore e l'effettivo stato di salute dell'impresa al momento dell'apertura del procedimento. Si tratta di elementi la cui misura è data dalla sommatoria dei comportamenti di tutte le parti, dunque nessuno spunto per riflessioni concernenti esclusivamente i chirografari è offerto in merito, se non quella, piuttosto prevedibile, ma non per questo poco importante, che un atteggiamento collaborativo da parte di tutti gli attori e una soluzione negoziale della crisi aumentano la ricchezza disponibile per tutti e in particolar modo per le classi gerarchicamente inferiori⁴⁹².

Osservazioni più specifiche, tuttavia, si possono effettuare in merito alle altre opzioni sopra elencate.

La seconda possibilità si basa sostanzialmente sullo sfruttamento di poteri assegnati alle classi di creditori dalla legge, nell'ambito delle procedure concorsuali, per influenzare in tal modo l'autorità giudiziaria: opzioni che si concretizzano, in definitiva, nel presentare obiezioni alla Corte rispetto alle intenzioni altrui⁴⁹³.

Qualora dovesse essere presentato un piano di riorganizzazione, le classi pregiudicate dalle disposizioni hanno la facoltà, in sede di conferma e dopo aver espresso la propria contrarietà tramite voto, di obiettare relativamente alla sua adozione adducendo delle motivazioni che ne smentiscano l'equità⁴⁹⁴. Per esempio, potrebbero contestare la stima effettuata dal proponente sul valore dell'azienda e sollecitare una valutazione giudiziale della stessa; oppure rifiutare la tipologia o la quantità di titoli loro assegnati in compensazione, nella speranza di sollecitare offerte migliori⁴⁹⁵. Nello specifico, la prima delle due situazioni descritte ha costituito oggetto di particolare

⁴⁹² Si richiami alla mente la metafora della montagna erosa dal vento, illustrata all'inizio del presente paragrafo.

⁴⁹³ Si vedano, in proposito, il capitolo 3 e K.M. AYOTTE, E.R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, op.cit..

⁴⁹⁴ *Ibidem*.

⁴⁹⁵ *Ibidem*.

attenzione da parte della dottrina e se ne illustrerà ampiamente il perché nel prossimo paragrafo⁴⁹⁶.

Tornando alle dinamiche negoziali, l'adozione di entrambe le condotte dovrebbe spingere il proponente del piano a modificarne le previsioni e compensare maggiormente le classi chirografarie dissenzienti⁴⁹⁷, ma non è scontato che ciò accada: è infatti possibile che il giudice consideri pretestuose le obiezioni e che le superi tramite *cramdown*⁴⁹⁸ (con la possibilità di negare, tra l'altro, il rimborso delle spese legali afferenti ad obiezioni effettuate in mala fede⁴⁹⁹), o che il ritardo causato dal prolungarsi della contesa segni il definitivo ed irrimediabile dissesto dell'impresa. La tattica è rischiosa e l'esito incerto.

Considerazioni simili si possono effettuare riguardo all'ostruzionismo in sede di autorizzazione alla vendita. Qualora venga proposta una cessione dell'azienda in blocco e il prezzo pattuito non fosse ritenuto sufficiente, i chirografari potrebbero negare il proprio assenso all'operazione, esponendo le relative rimozioni all'autorità giudiziaria⁵⁰⁰. Come nel caso precedente, l'obiettivo dei dissenzienti sarebbe ricevere risorse aggiuntive⁵⁰¹, ma, per ragioni analoghe, non è detto che il tentativo abbia successo.

L'ultima opzione è conseguenza diretta della seconda, ma trova la sua naturale sede in fase di negoziazione. Consiste nel minacciare le altre categorie, in particolare quelle maggiormente interessate ad una rapida conclusione della vicenda, di mettere in atto condotte ostruzionistiche al mero scopo di rallentare la procedura (c.d. tattiche di *holding out*)⁵⁰², utilizzando gli strumenti, già visti, che la legge mette loro a disposizione.

Ventilando tale possibilità si inducono le controparti a calcolare la convenienza o meno di affrontare una battaglia giudiziale e, ove ciò non risultasse desiderabile, ad

⁴⁹⁶ Si rimanda al paragrafo 4.2.5.

⁴⁹⁷ K.M. AYOTTE, E.R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, op.cit.

⁴⁹⁸ 11 U.S.C. § 1129(b). Si veda in proposito il capitolo 3.

⁴⁹⁹ La Corte ha difatti il potere di autorizzare (o negare) il rimborso delle spese sostenute dalle parti per la partecipazione attiva al caso: 11 U.S.C. § 503.

⁵⁰⁰ Si veda nota 493.

⁵⁰¹ K.M. AYOTTE, E.R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, op.cit.

⁵⁰² *Ibidem*.

attribuire un valore economico all'opzione dei chirografari di dare inizio ad una controversia⁵⁰³.

Anche in questo caso, però, niente assicura l'esito positivo: le controparti potrebbero difatti trovare più conveniente accettare il rischio di una lite, piuttosto che cedere alle richieste dei chirografari. Se così fosse, lo scenario si evolverebbe in quello poc'anzi descritto.

Le suddette strategie, comunemente impiegate dai chirografari, si potrebbero definire “kamikaze”, in quanto i suddetti comportamenti hanno il comune effetto di far perdere tempo prezioso alle parti interessate e conseguentemente far aumentare sia i costi della procedura che il pericolo di mettere a repentaglio l'operatività e la redditività dell'impresa (che è poi la risorsa comune a cui tutti attingeranno in caso di esito positivo). I riscontri empirici, tuttavia, vedono queste pratiche come piuttosto diffuse e, in certi casi, anche efficaci⁵⁰⁴ (d'altronde, se non lo fossero, nessuno vi farebbe ricorso). Non si tratta, peraltro, di invenzioni recenti: basti pensare alla vicenda *Case*, in cui uno dei dissenzienti aveva fatto una professione dell'acquistare crediti deteriorati in ristrutturazione ed ostacolare le riorganizzazioni fino ad essere completamente ripagato; in alternativa, per comprendere quanto sia “storicamente” noto il problema, si può considerare come la previsione stessa del *cramdown* sia stata introdotta appositamente per il superamento dei dissensi opportunistici.

Assumendo il punto di vista dei chirografari, si potrebbe in definitiva affermare che essi investono in consulenti (legali, finanziari o contabili, a seconda dei casi) per acquisire una parte maggiore di utilità rispetto a quanto la *APR* riserverebbe loro⁵⁰⁵. L'operazione risulta dunque profittevole ogni qualvolta i costi sostenuti per la procedura siano inferiori all'importo di risorse aggiuntive “estorte” dal patrimonio del debitore.

⁵⁰³ D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.

⁵⁰⁴ K.M. AYOTTE, E.R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, op.cit.

⁵⁰⁵ A. SCHWARTZ, A. BRIS, I. WELCH, *Who Should Pay for Bankruptcy Costs?*, in *Yale Law School Faculty Scholarship Series*, 2005, Paper 304.

Per stendere un bilancio conclusivo di questa disamina relativa alla posizione negoziale dei chirografari, si può affermare che la principale arma in mano a costoro sia la possibilità di ritardare o ostacolare il procedimento di riorganizzazione⁵⁰⁶; poi, in base alla stima dei danni che le controparti subirebbero in caso di intralcio, il valore dell'opzione di *hold-out* in mano ai creditori *junior* verrà remunerata o meno.

L'adozione di condotte ostruzionistiche presenta tuttavia dei risvolti negativi, sia per chi vi fa ricorso, che per la generalità degli *stakeholders*: i chirografari, infatti, a causa dell'ordine di soddisfazione dei crediti imposto dalla *APR*, risultano i più esposti al rischio di svalutazione dell'impresa, sia effettiva (riduzione del valore degli *assets* causata dal dilungarsi del contenzioso), che presunta (ci si riferisce ad un'eventuale sottostima ad opera del giudice); inoltre, in caso non venisse trovato un accordo fra le parti, le azioni di *hold-out* potrebbero far scaturire un contenzioso inefficiente per tutti e potenzialmente distruttivo per l'impresa.

Ciononostante, le statistiche ci mostrano che, seppur di largo utilizzo, le strategie ostruzionistiche non portano frequentemente agli esiti desiderati da chi le mette in pratica: i piani di riorganizzazione che si discostano dalla *APR* sono, in tempi recenti, circa il 9%⁵⁰⁷, e tali scostamenti mostrano una correlazione positiva con la detenzione pre-insolvenza di rilevanti quote azionarie da parte dei *managers*. In altre parole, le deviazioni dalla priorità assoluta sembrerebbero generalmente provocate dagli amministratori e rivolte a loro beneficio⁵⁰⁸.

Il successo delle tattiche dilatorie di cui sopra sembrerebbe dunque ridimensionato da alcuni fattori antagonisti, fra cui, secondo gli studiosi: prevalentemente, il vasto controllo dei creditori garantiti sullo svolgimento della procedura ⁵⁰⁹; meno, ma comunque in maniera non trascurabile, il progressivo calo di tolleranza che i giudici

⁵⁰⁶ K.M. AYOTTE, E.R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, op.cit.

⁵⁰⁷ Si veda paragrafo 4.1. Dati da S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit.

⁵⁰⁸ Concordi sul punto sia S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, op. cit., che A. BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The Costs of Bankruptcy*, op. cit.

⁵⁰⁹ Così secondo K.M. AYOTTE, E.R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, op.cit. e G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, op. cit.

mostrano di fronte alle azioni di disturbo ad opera delle classi chirografarie (che si concretizza, in definitiva, nel negare loro il rimborso delle spese di consulenza)⁵¹⁰.

4.2.4.2.3. La proprietà e gli amministratori

Le considerazioni sopra effettuate in merito alle strategie di *hold-out* potrebbero essere estese, in linea teorica, anche alla proprietà, in quanto essa più che mai è gerarchicamente subordinata alle classi creditorie e si troverebbe dunque a beneficiare di valutazioni giudiziali o di offerte d'acquisto particolarmente benevole; tuttavia ciò risulta complesso da attuare concretamente, in quanto l'assetto di *APR* fa sì che una distribuzione nei confronti del debitore sia realizzabile solo in caso di condizioni patrimoniali piuttosto solide e, come si può intuire, ciò non è molto comune in contesti di crisi.

Più realisticamente, invece, il potere negoziale dei vecchi proprietari (e a maggior ragione degli amministratori che detengono partecipazioni) può crescere in maniera rilevante, qualora costoro siano strettamente legati al *management*, di modo che quest'ultima componente agisca effettivamente nell'interesse di chi lo ha nominato, e contemporaneamente esprima un valore immateriale intrinseco senza il quale l'azienda si svaluterebbe.

Tale caso è più frequente nelle piccole e medie imprese, in cui le due parti (proprietà e amministrazione) sono frequentemente legate o da particolari rapporti di fiducia, o da legami "extra-lavorativi", oppure addirittura sono fisicamente la/e stessa/e persona/e. Non è tuttavia da escludersi, come ci dimostra la prassi dei *KERPs*, nelle realtà aziendali di maggiori dimensioni.

La leva a disposizione delle suddette figure consiste nel convincere le controparti che un'eventuale loro esclusione porterebbe il complesso produttivo a rendimenti minori⁵¹¹, e conseguentemente inferiori percentuali di recupero dei crediti. Per un rapido

⁵¹⁰ K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, op. cit.

⁵¹¹ Illustrando le ragioni che motivano l'importanza dei *KERPs*, D.A. SKEEL, *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance In Chapter 11*, op. cit., e S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER,

esempio, si richiami alla mente la vicenda *Case*: prima della sentenza definitiva emessa dalla Corte Suprema, gli azionisti erano riusciti a convincere il 90% dei creditori dell'importanza cruciale che la loro mera presenza rivestiva all'interno della compagine societaria e in tal modo si erano riservati il 23% delle quote azionarie dell'impresa riorganizzata senza conferire alcunché⁵¹².

I tempi sono certamente cambiati, ma recenti studi offrono una sponda favorevole a tali argomentazioni, documentando una correlazione interessante in tal senso: maggiori percentuali di deviazioni dalla *APR* (sia in frequenza che in ampiezza) sono riscontrate in quelle riorganizzazioni in cui gli amministratori detenevano una quota significativa di azioni⁵¹³. L'esito delle trattative, in casi del genere, sembrerebbe dunque suggerire che i creditori possano acconsentire alla permanenza di una certa parte della vecchia proprietà nella nuova impresa riorganizzata, ove riconoscano che tale presenza possa far guadagnare valore all'azienda; inoltre, suggeriscono gli autori della suddetta ricerca, è possibile che gli amministratori, possedendo quote societarie, ed essendo dunque interessati a salvare parte del proprio investimento, abbiano un forte incentivo a gestire le negoziazioni in modo tale da pervenire all'esito desiderato⁵¹⁴.

Sembrerebbe dunque, in definitiva, che in tempi recenti le più realistiche possibilità di osservare deviazioni dalla *APR* siano legate alla permanenza di figure manageriali che esprimono un valore intrinseco, difficilmente recuperabile altrimenti.

4.2.5. Applicare la APR: la valutazione giudiziale

The Changing Nature of Chapter 11, op. cit., riportano la frequente difficoltà dei creditori nel trovare in tempi brevi una nuova figura manageriale adatta alla guida dell'impresa in riorganizzazione: ciò fonda la crucialità del ruolo rivestito dal *management* preesistente e anche la ragionevolezza di includerlo nei progetti futuri.

⁵¹² Si veda capitolo 2.

⁵¹³ In tal senso A. BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The Costs of Bankruptcy*, op. cit.

⁵¹⁴ In tal senso A. BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The Costs of Bankruptcy*, op. cit.

Si è già notato come oggetto delle negoziazioni per la stesura del piano sia la corretta allocazione delle utilità a disposizione dell'impresa riorganizzata e che tale ripartizione dipenda, in ultima analisi, dal valore che le parti attribuiscono al complesso produttivo. Ove le parti non riuscissero a raggiungere un accordo in merito, le divergenze fra i vari attori emergeranno in sede di conferma tramite votazioni negative e, qualora fosse richiesto il *cramdown*, tramite obiezione nei confronti dello stesso. In tal caso, toccherà al giudice valutare se le parti dissenzienti siano state compensate nel rispetto della *APR*, e per farlo dovrà necessariamente attribuire un valore all'impresa⁵¹⁵.

Quando una delle parti obietta rispetto alla richiesta di *cramdown* allega anche le prove a sostegno della propria posizione, cioè fornisce una valutazione dell'azienda diversa rispetto a quella fornita dal proponente, sulla cui base reclama l'assegnazione di maggiori utilità. Il giudice si troverà dunque a dirimere una controversia basata sul conflitto fra due stime (una presentata da chi sostiene il piano, l'altra da chi è contrario alla sua approvazione) e per fare ciò dovrà indicare quale sia il valore più attendibile da attribuire al complesso produttivo⁵¹⁶.

Ciò che è interessante notare è che, come si illustrerà meglio fra poco, esiste un'incertezza intrinseca in ogni tentativo di valutazione di un'impresa: è cioè impossibile determinare con precisione assoluta quanto essa valga in un dato momento⁵¹⁷.

In virtù di ciò, essendo la riorganizzazione un procedimento semi-negoziale, è pertanto prevedibile che le parti, conscie della relatività della stima giudiziale, cerchino di sfruttare a proprio vantaggio tale ambiguità: le dinamiche di negoziazione nel *Chapter 11*, infatti, non sono molto diverse da quelle di qualsiasi altra trattativa che si svolga all'ombra di un possibile contenzioso⁵¹⁸.

⁵¹⁵ Così, D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.

⁵¹⁶ K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, op. cit.

⁵¹⁷ M.B. JACOBY, E.J. JANGER, *Ice Cube Bonds: Allocating the Price of Process in Chapter 11 Bankruptcy*, op. cit.

⁵¹⁸ D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.

4.2.5.1 La valutazione dell'impresa: problematiche generali

Qualsiasi tentativo di effettuare una stima del valore di un'azienda in un dato momento storico, presenta rilevanti difficoltà. *In primis*, la valutazione del patrimonio immateriale: si tratta di un'operazione sempre soggetta ad incertezza, anche in presenza di criteri uniformemente accettati e impiegati dagli esperti. *In secundis*, la più ingombrante: riassumere in un unico numero la potenziale redditività futura (e i conseguenti incrementi di valore) dell'impresa⁵¹⁹.

Il problema centrale è piuttosto semplice: nessuno è in grado di predire il futuro. Le imprese non sono un semplice aggregato di beni singoli, ma complessi produttivi che si interfacciano con un mercato composto, in definitiva, di persone. Non essendo stato ancora inventato un macchinario capace di prevedere il comportamento delle persone, conseguentemente non sarà possibile determinare con esattezza ed in anticipo quali evoluzioni subirà il mercato e, con esso, l'azienda. Conclusione: qualsiasi valore assegnato come esito di un tentativo di stima, sarà sempre soggetto ad incertezza⁵²⁰.

Tuttavia, poiché il giudice è chiamato a stabilire se l'assegnazione di un certo specifico e univoco valore ad una determinata parte sia sufficiente o meno secondo i canoni della *APR*, le sue stime dovranno obbligatoriamente sintetizzarsi in un singolo valore numerico ben preciso. Individuato tale parametro, potrà conseguentemente risolvere le contese sulle risorse assegnate⁵²¹.

Nell'ambito della riorganizzazione, il giudice dovrà effettuare la propria valutazione con vincoli di tempo (più lungo è il periodo che l'impresa trascorre in procedura, minore la possibilità che ne esca con successo), informazioni piuttosto scarse⁵²² e senza poter fare affidamento su una personale competenza in tale materia; dovrà dunque fare ricorso a professionisti del settore⁵²³.

⁵¹⁹ *Ibidem*.

⁵²⁰ K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, op. cit.

⁵²¹ *Ibidem*.

⁵²² In particolare, sulla scarsità delle informazioni a disposizione del giudice, si veda M.B. JACOBY, E.J. JANGER, *Ice Cube Bonds: Allocating the Price of Process in Chapter 11 Bankruptcy*, op. cit.

⁵²³ K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, op. cit.

La controversia sulla stima assume perciò le sembianze di una sorta di “battaglia fra esperti”⁵²⁴, che potrebbe concludersi con la vittoria dell’uno o dell’altro (mediante adesione alla stima effettuata dall’esperto che l’organo giudicante ritiene più credibile ed eventualmente ritoccandola per ammortizzare l’effetto di distorsione “premeditata” presumibilmente voluto dalla parte in questione), o con l’effettuazione di una stima *ex novo* da parte del perito giudiziale e la conseguente determinazione di un nuovo valore.

Va però considerato che tempo (da dedicare ad un approfondito esame di tutti gli elementi patrimoniali dell’azienda) e denaro (con cui retribuire le prestazioni professionali dei periti) sono risorse limitate in caso di ristrutturazione, e che il loro impiego va sempre a detrimento del patrimonio aziendale. Ciò che sovente accade, di conseguenza, è che la valutazione tecnica del giudice finisca per aderire a quella ritenuta più credibile, fra le due già offerte⁵²⁵.

In sintesi, dunque, le competenze personali di un consulente di parte, oltre che credenziali impeccabili, possono rivelarsi fattori cruciali per convincere sia il giudice, che il perito, della ragionevolezza della propria analisi⁵²⁶.

Autorevoli voci richiamano inoltre l’attenzione su un ulteriore rischio insito nella valutazione effettuata dalla Corte, cioè la possibilità che un giudice prenda in considerazione le sue personali opinioni di politica del diritto nell’assegnare il valore a un debitore. Viene riportato in merito come la stima possa essere “ritoccata” al fine di ottenere una specie di effetto “redistributivo”, in ossequio alla convinzione che la perdita dovuta all’insolvenza debba essere sopportata più o meno da una determinata parte, o che debba essere equamente condivisa fra i vari *stakeholders*⁵²⁷.

4.2.5.2. Negoziare all'ombra della valutazione giudiziale

⁵²⁴ Espressione tratta da *ibidem*.

⁵²⁵ K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, op. cit.

⁵²⁶ *Ibidem*.

⁵²⁷ *Ibidem*.

Chi propone un piano tende, di solito, a cercare l'approvazione di tutte le classi e la possibile valutazione giudiziale diventa così uno strumento di negoziazione⁵²⁸.

I creditori prelatizi generalmente beneficiano di un'applicazione rigorosa della regola della priorità assoluta, a condizione che i giudici non sopravvalutino i debitori: tenderanno dunque ad offrire rappresentazioni al ribasso della ricchezza del debitore, in quanto più essa è sottostimata, maggiore sarà la quota di utilità loro destinata. Al contrario, i chirografari e gli azionisti prediligeranno, in linea di massima, valutazioni ottimistiche, poiché più il valore è ritenuto elevato, più utilità verranno distribuite alle classi inferiori⁵²⁹.

Vi sono tuttavia delle circostanze ulteriori che influiscono sul comportamento delle parti: aprire il contenzioso e rimettersi alla discrezionalità del giudice comporta l'assunzione di un rischio; inoltre il ritardo ha il potenziale di esacerbare i problemi economici del debitore, in modo che il valore dell'impresa diminuisca man mano che il processo si allunga. Un'eventuale controversia potrebbe così ridurre la soddisfazione di tutti.

In virtù di ciò, i creditori gerarchicamente sovraordinati potrebbero razionalmente ritenere meno dispendioso cedere di proposito una frazione della quota loro spettante, “liquidando” l'opzione di ricorso al giudice, piuttosto che rischiare una sopravvalutazione ad opera del giudice⁵³⁰.

Se ne deduce, quindi, che l'adozione di un piano consensuale che si discosti dalla priorità assoluta potrebbe essere letta (almeno in parte) come una forma di liquidazione, da parte dei creditori *senior* e a favore dei *junior*, della “opzione di sopravvalutazione”⁵³¹.

I chirografari, dal canto loro, sono esposti ad un corrispondente rischio di sottovalutazione, e saranno anche i più danneggiati da eventuali perdite ulteriori causate dal dilungarsi del contenzioso (si diceva in 4.1 strategia “kamikaze”). Il motivo è che,

⁵²⁸ D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.

⁵²⁹ *Ibidem*.

⁵³⁰ K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, op. cit.

⁵³¹ D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.

poiché la soddisfazione secondo *APR* avviene in ordine gerarchico, le prime categorie che subiscono le conseguenze delle riduzioni di valore sono quelle subordinate: i prelatizi, infatti, vengono sempre compensati per primi e non subiranno alcun danno finché l'impresa avrà attività in misura almeno pari all'importo della loro pretesa.

Le controversie legali vanno dunque a beneficio dei subordinati solo se: a) la Corte stabilisce che il piano in discussione aveva offerto una stima troppo bassa dell'impresa; e b) l'importo totale delle spese processuali non va a diminuire la quota spettante ai chirografari in modo da far loro ricavare meno di quanto avrebbero ottenuto senza liti⁵³².

Si può pertanto concludere che non è impossibile che taluni scostamenti dalla *APR* siano giustificati da liquidazioni del valore dell'opzione creata dall'incertezza insita nella valutazione⁵³³.

Si ricorre ad uno schematico esempio per illustrare quanto esposto.

*Esempio*⁵³⁴

Si ipotizzi l'esistenza di un'impresa di valore complessivo 100€, che ha attivato la procedura di *Chapter 11*.

Siano due i suoi creditori, uno *senior* (S) e l'altro *junior* (J), aventi pretese nei confronti del debitore di, rispettivamente: S = 100€ ; e J = 50€.

Le alternative che entrambi hanno davanti sono: accordarsi liberamente sulla spartizione del valore dell'impresa; o affidarsi alla valutazione giudiziale e subire una distribuzione obbligatoria delle utilità secondo i canoni della *APR*, prendendo come riferimento la stima del giudice.

Si ponga inoltre che: la valutazione giudiziale (E) abbia una fascia di erroneità del 10%, sia in ribasso che in rialzo, e potrebbe conseguentemente assegnare all'impresa un valore di 110€ o 90€ con la medesima probabilità (0.5); il creditore *junior* dovrà

⁵³² K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, op. cit.

⁵³³ D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.

⁵³⁴ Esempio modellato su quello, simile, proposto *ibidem*.

sostenere dei costi legali ($C_j = 2\text{€}$) per obiettare riguardo alla distribuzione e provocare l'intervento del giudice, i quali verranno o autorizzati, e dunque dedotti dal patrimonio complessivo (riducendo così l'attivo a disposizione di tutti i partecipanti) ove la stima sia di 110€, oppure ritenute pretestuose e lasciate a carico della parte in caso di ribasso; il creditore *senior* dovrà sostenere una spesa di 1€ ($C_s = 1\text{€}$) per fornire una valutazione di 100€, sulla cui base sottoporre all'autorità giudiziaria un piano conferente a lui stesso tutte le risorse dell'azienda; la valutazione giudiziale richiederà del tempo, e questo elemento causerà all'impresa una ulteriore perdita di 1€ in ogni caso ($C_t = 1\text{€}$).

La quota media " Q_{ms} " che S riceverà in caso di valutazione si ottiene facendo la media delle utilità spettanti al *senior*, secondo l'APR, nei due scenari (stima al ribasso " Q_{s-} " e al rialzo " Q_{s+} ") e detraendo da ognuno i costi sostenuti.

Quindi, nell'ipotesi di sottostima il valore assegnato sarà 90€ e verrà destinato integralmente a S, che però dovrà detrarre i costi sopportati.

Le quote nette alla fine del procedimento saranno pertanto:

per S, $Q_{s-} = F - C_s + C_t = 100 - 1 - 1 = 98\text{€}$;

Per J, $Q_{j-} = 0 - C_s = -2\text{€}$

Nell'ipotesi di sovrastima, invece, l'azienda verrà valutata 110€, da cui dovranno essere prima detratte le spese di tutti i partecipanti (poiché in tal caso l'obiezione del creditore *junior* non sarebbe ritenuta pretestuosa), pari 3€, poi quelle causate dal ritardo (1€), e infine ripartite le utilità residue fra i partecipanti secondo la APR.

Il valore "stimato" a disposizione delle parti sarà pertanto $110 - 4 = 106\text{€}$, mentre quello reale (il fatto che l'organo giudicante sopravvaluti l'azienda non significa che questa valga effettivamente di più) sarà $100 - 4 = 96\text{€}$.

Il giudice assegnerà quindi 100€ "fittizi" a S e 6€ dello stesso tipo a J, che, riportati in valore "reale" sarebbero 90.57€ per S e 5.43€ per J.

Si avrà perciò $Q_{s+} = 90.57\text{€}$ e $Q_{j+} = 5.43\text{€}$, e la media delle quote risulterà dunque:

per S, $Q_{ms} = (98 + 90.57)/2 = 94.29\text{€}$;

per J, $Q_{mj} = (5.43 - 2)/2 = 1.72\text{€}$ (arrotondati entrambi per eccesso⁵³⁵).

⁵³⁵ Una differente modalità di arrotondamento (ad esempio per difetto, o al decimale precedente) non

Identificato il valore medio delle risorse distribuite ai due partecipanti è ora possibile verificare quale strategia risulterà conveniente per entrambe le parti.

S si attende di ricevere mediamente $Q_{ms} = 94.29€$ in caso di lite e riterrà perciò preferibile concludere un qualsiasi accordo che gli permetta di mantenere un valore di almeno 94.30€; J, invece, ha un guadagno medio di $Q_{mj} = 1.72€$ e sarà pertanto disposto ad accordarsi per qualsiasi importo superiore a tale soglia. Considerando che l'impresa vale $F = 100$, si potrà verificare l'esistenza di una zona di cooperazione CZ, sottraendo uno dei due valori-limite a F e constatando che il risultato sia superiore all'altra cifra-limite. La condizione di esistenza della CZ è dunque indifferentemente: $F - Q_{mj} > Q_{ms}$ o $F - Q_{ms} > Q_{mj}$.

Nel presente esempio essa è verificata ($100 - 1.72 = 98.28 > 94.29$) e le parti riterranno quindi conveniente accordarsi, individuando una qualsiasi combinazione di assegnazioni compresa all'interno di CZ.

Il modello può essere poi arricchito immaginando, ad esempio, che l'intervallo di errore del giudice sia stimato diversamente dalle parti o ampliando il numero degli *stakeholders* che subiranno gli effetti della valutazione giudiziale e che dunque eserciteranno la propria influenza nella negoziazione, ma la scelta della rispettiva condotta sarà comunque frutto dei meccanismi illustrati nell'esempio.

Ciò che, in definitiva, interessava mostrare tramite questo semplice schema è come l'incertezza sul risultato di una valutazione imparziale generi valore di opzione capace di influenzare le negoziazioni per la formazione del piano⁵³⁶.

4.2.6. La "ROP": una proposta alternativa alla APR

snaturerebbe l'esempio.

⁵³⁶ D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit.

Esaminate a fondo le implicazioni del regime di *APR* nelle varie fasi della riorganizzazione e, più in generale, della vita dell'impresa, resta ora da analizzare il principale approccio concorrente, cioè la *redemption option priority*⁵³⁷.

Si inizierà indagando le premesse teoriche su cui la nuova proposta si fonda, per poi andare ad illustrarne il contenuto.

4.2.6.1. L'elaborazione dottrinale

Quando un'impresa contrae un debito, il suo rimborso dipenderà necessariamente dal valore futuro dell'impresa. Il creditore, infatti, riceverà il pagamento di tutte le future risorse contenute nel patrimonio del debitore, fino al valore nominale del suo debito. L'imprenditore, invece, riceverà la porzione di utilità che residua dopo il soddisfacimento integrale della controparte⁵³⁸.

Ciò significa che il diritto patrimoniale subordinato (in questo caso, dell'imprenditore) può essere visto come equivalente ad un'opzione *call* con prezzo di riscatto pari al valore nominale del debito sovraordinato⁵³⁹. Come si è visto, però, all'inizio del paragrafo precedente, la *APR* opera con grandezze certe: ciò la porta a non considerare il valore delle opzioni, "condensando" invece queste ultime in un'unica sintesi delle possibilità future (la stima giudiziale) effettuata al momento presente⁵⁴⁰.

Si riprenda l'esempio illustrato all'inizio del paragrafo 4.2.5.

Un'impresa con pari probabilità di valere 50€ o 150€ una volta riorganizzata, sarà trattata come un ammontare di 100€ nel momento attuale. Ciò implica che posto il debito complessivo a 100€, l'azienda verrà interamente assegnata ai creditori a compensazione

⁵³⁷ Denominazione arbitrariamente scelta da chi scrive, al solo fine di agevolare la redazione e la lettura. In seguito abbreviato in "*ROP*".

⁵³⁸ Si veda paragrafo 1.2.

⁵³⁹ Ricostruzione operata da A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit.

⁵⁴⁰ Critica comune in D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit., e A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit.

dei propri crediti; ove, però, al termine della procedura l'impresa fosse poi valutata 150€ dal mercato, il risultato sarà stato quello di aver assegnato ai creditori ricchezza superiore a quanta effettivamente dovuto ed aver privato i debitori (o in generale le classi subordinate a quella iper-compensata) di un ammontare di utilità a cui avevano contrattualmente diritto⁵⁴¹.

Pertanto, ciò che gli autori della proposta che si va di seguito ad esporre intendono sostenere, è che la *APR* (per come concepita nel sistema di *Chapter 11*) non rispetta i diritti contrattuali pre-fallimentari per cui le parti si sono accordate alla stipula dei contratti di finanziamento, e che, così facendo, contravviene ad uno dei “postulati” della *creditors' bargain theory*⁵⁴². Alcuni, inoltre, aggiungono che risulterebbe frustrato anche l'altro obiettivo, cioè garantire la massimizzazione delle utilità, in quanto l'effetto della regola sarebbe quello (come argomentato nel paragrafo 4.2.5) di incentivare le parti al conflitto e, conseguentemente, determinare un'allocazione inefficiente delle risorse⁵⁴³.

Richiamando alla mente quanto illustrato nel paragrafo 1.4., l'ordine gerarchico delle pretese nei confronti dell'impresa si compone nella seguente maniera:

1. il valore corrispondente alle garanzie reali dei creditori prelatizi⁵⁴⁴ fino a concorrenza dell'importo dovuto;
2. i crediti chirografari (comprese le eventuali somme residue⁵⁴⁵ dovute ai prelatizi ove la garanzia fosse insufficiente), nel rispetto delle gerarchie interne (ci si riferisce alla possibile presenza di crediti subordinati);

⁵⁴¹ Posizione comune in D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit., e A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit.

⁵⁴² Critica comune in D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, op. cit., e A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit.

⁵⁴³ Oltre al già richiamato paragrafo 4.2.5., si vedano: relativamente alle cessioni d'azienda a prezzi inferiori a quelli di mercato, M.B. JACOBY, E.J. JANGER, *Ice Cube Bonds: Allocating the Price of Process in Chapter 11 Bankruptcy*, op. cit.; sulle inefficienze generate dal conflitto dei creditori, D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, op. cit.

⁵⁴⁴ Nel prosieguo del paragrafo troverà spazio una riflessione che la dottrina statunitense ha dedicato alla misura del valore concretamente imputabile alle garanzie reali dei creditori prelatizi.

⁵⁴⁵ Cosiddette “*deficiency claims*”.

3. il debitore o gli azionisti (rispettando, anche in quest'ultimo caso, eventuali privilegi interni alla compagine).

L'attuazione di questo schema di priorità, che riflette la distribuzione contrattuale delle remunerazioni analizzata nel paragrafo 1.2, non può consentire che una procedura concorsuale assegni ad una qualsiasi classe di creditori maggiori utilità di quelle cui avrebbero diritto; pertanto, secondo alcuni autori⁵⁴⁶, la *APR* necessiterebbe di una correzione relativamente a tale criticità.

I singoli contratti di finanziamento, prosegue la critica, non stabiliscono in che ordine e misura debbano essere distribuite le risorse in caso di riorganizzazione della struttura di capitale; si limitano bensì a fissare delle agevolazioni (o penalizzazioni, come nel caso dei crediti subordinati) per il recupero individuale delle somme erogate (si pensi alle garanzie reali): ciò implica che “*APR*” e “rispetto degli accordi contrattuali” non siano espressioni equivalenti⁵⁴⁷.

Ma c'è di più: secondo alcuni, la *priorità assoluta* modifica i diritti contrattualmente pattuiti *ex ante* dalle parti⁵⁴⁸.

Come già visto, gli azionisti (o altrimenti le categorie di creditori chirografari qualora le assegnazioni si esauriscano con i garantiti) hanno diritto ad appropriarsi di tutto ciò che residua una volta ripagati tutti i debiti; pertanto, applicare una regola di distribuzione che condensi tutte le possibilità future in una singola grandezza numerica riferita al momento attuale, amputa il loro diritto alla remunerazione contrattualmente stabilita⁵⁴⁹.

Il valore dell'impresa, come già visto parlando di valutazione, è una grandezza fluida, che cambia nel tempo⁵⁵⁰, e tale caratteristica le è immanente sia in fase di crescita, che di crisi. Ne consegue che anche quando l'impresa è in salute, il rimborso dei creditori è incerto (ovviamente è molto più probabile) e l'aspettativa di guadagno delle classi

⁵⁴⁶ Si fa principalmente riferimento agli autori citati nelle note 542 e 543.

⁵⁴⁷ A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit.

⁵⁴⁸ *Ibidem*.

⁵⁴⁹ Posizione comune in A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit., D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, op. cit.

⁵⁵⁰ Si veda paragrafo 4.2.5.

inferiori dipende dal valore che questa assumerà nel futuro. In tal caso, però, nessuna norma priva gli azionisti del proprio diritto alla remunerazione del capitale.

Ragionevole e necessario è prestare maggiore attenzione ai diritti dei creditori quando il debito è diventato, di fatto, *capitale di rischio*, ma ciò non implica che si debbano negare del tutto i diritti degli azionisti (o dei creditori gerarchicamente inferiori) alla retribuzione, nel caso in cui il valore dell'azienda cresca in misura tale da permettere di rimborsare integralmente i debiti (anche qualora questi venissero rinegoziati)⁵⁵¹.

Il paradosso risulta più evidente se si illustra il tutto con un breve esempio⁵⁵².

4.2.6.1.1. La APR e l'annullamento dell'opzione delle categorie subordinate: un esempio

Si immagini di effettuare una riorganizzazione, secondo i canoni *APR*, di un'azienda operante sul mercato con una strategia operativa che, al termine della procedura, la porterà a valere 110€ nel 90% dei casi, o 10€ nel 10% dei casi. Si ipotizzi inoltre che il suo debito complessivo ammonti a 60€.

Si potrebbe ragionevolmente affermare che l'impresa non abbia un elevato rischio di insolvenza.

L'effetto di una ristrutturazione secondo *APR*, in tale contesto, sarebbe quella di assegnare un valore medio al complesso produttivo nel momento attuale (100€), e ripartire la suddetta grandezza in modo da assegnare ai creditori una quota di partecipazione tale da coprire integralmente l'ammontare della loro pretesa (cioè 60€). Si assegnerebbe conseguentemente il 60% della proprietà al creditore ed il 40% all'ex debitore.

Si osservi ora come cambierebbe il guadagno medio dell'azionista nei due scenari (prima e dopo la riorganizzazione).

Pre-*APR*

⁵⁵¹ Così A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit.

⁵⁵² Esempio modellato sulle critiche contenute nelle opere di cui in nota 549.

Le aspettative di guadagno del debitore (G_{md}) sono date dalla media ponderata fra il profitto della situazione favorevole ($110-60 = 50€$) e di quella sfavorevole (0), dunque:

$$G_{md} = (50 \cdot 0.9) + (0 \cdot 0.1) = 45€$$

Post-APR

Avendo diviso la proprietà fra debitore e creditore, con quote rispettive del 40% e 60%, la nuova situazione vedrà ricavi e perdite ripartiti secondo tale proporzione.

$$\text{Dunque: } G_{md} = (110/10 \cdot 4) \cdot 0.9 + (10/10 \cdot 4) \cdot 0.1 = 40€$$

Confrontando le due espressioni, ci si accorge che la riorganizzazione secondo APR ha privato gli azionisti di un'aspettativa di guadagno pari a 5€.

L'esempio appena illustrato mostra, in definitiva, come il sistema di rimodulazione delle pretese ispirato alla APR possa, in determinate circostanze, modificare le retribuzioni contrattualmente pattuite, riducendo le aspettative di guadagno delle classi subordinate (nell'esempio, il debitore).

4.2.6.1.2. Il rispetto dei diritti delle parti nelle riorganizzazioni

Se, però, l'imperativo è rispettare i diritti contrattualmente pattuiti *ex-ante*, tale prescrizione dovrà essere applicata anche nei confronti dei creditori prelatizi: andranno pertanto rispettati i rimedi loro spettanti in caso di inadempimento del debitore⁵⁵³. Essi consistono nel potere di espropriare i beni vincolati (che potrebbero essere anche tutti quelli presenti nel patrimonio), provocarne la vendita e soddisfarsi sui proventi fino a concorrenza dell'importo del credito.

Una volta attivata la procedura giudiziale per la riorganizzazione o eventuale cessione d'azienda, queste facoltà gli sono precluse (come del resto lo sono le azioni individuali dei singoli creditori); ma ciò non toglie che esse vadano comunque rispettate⁵⁵⁴. La legge, infatti, prevede a tal fine che il valore economico attribuibile ai

⁵⁵³ A.J. CASEY, E.R. MORRISON, *Beyond Options*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 551, 2016.

⁵⁵⁴ *Ibidem*.

beni vincolati a garanzia dei crediti garantiti sia preservato, in modo da non pregiudicare gli interessi dei rispettivi titolari durante il periodo in cui i suddetti poteri non sono esercitabili⁵⁵⁵.

Prima di sviluppare ulteriormente l'argomentazione, è necessario soffermarsi brevemente su questo tema.

Esistono diverse interpretazioni su quale sia la concreta misura di tale soglia di protezione (che nell'ordinamento USA prende il nome di “*adequate protection*”⁵⁵⁶). Una parte della dottrina statunitense ritiene che il valore minimo spettante ai creditori garantiti nell'ambito di una riorganizzazione sia quello che avrebbero realizzato mediante l'espropriazione e la vendita dei beni come rimedio individuale, cioè non-fallimentare⁵⁵⁷; un'altra parte invece, ritiene che qualsiasi sia la destinazione dell'impresa all'interno del procedimento (cessione o riorganizzazione), la quota di valore attribuibile ai beni sottoposti a vincolo sarà di spettanza del prelazio, fino a copertura integrale del credito⁵⁵⁸. Quest'ultima visione implicherebbe che, ove l'imprenditore avesse sottoposto a garanzia di un determinato finanziamento l'intero complesso aziendale, tutto il valore dell'impresa, anche ristrutturata, apparterrebbe ai prelatizi fino a concorrenza dell'importo loro spettante.

Sposare l'una o l'altra visione ha conseguenze rilevanti sull'allocazione delle risorse nell'ambito della riorganizzazione.

Rimettendo ora insieme i pezzi, si può concludere che un sistema che aspiri a rispecchiare fedelmente i diritti contrattuali di tutte le parti, dovrebbe assicurare che:

- (1) il creditore garantito non ottenga meno del valore imputabile alla sua *adequate protection* (valore di liquidazione dei beni o valore dell'intera impresa, qualunque sia la sua destinazione, fino a concorrenza dell'importo garantito);

⁵⁵⁵ Si veda 11 U.S.C. § 361.

⁵⁵⁶ *Ibidem*.

⁵⁵⁷ Così secondo A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit.

⁵⁵⁸ Posizione espressa in B.E. ADLER, *Priority in Going-Concern Surplus*, in *University of Illinois Law Review*, 2015, Vol. 2015, No. 2, pp. 811-816.

(2) il creditore chirografario (e gli eventuali subordinati, nel rispetto della gerarchia fra crediti) ottenga tutto ciò che residua dall'assegnazione precedente, sino al completo recupero del proprio credito (inclusa la possibilità di ricevere diritti d'opzione qualora il *surplus* sia incerto al momento della gestione della crisi);

(3) il debitore o gli azionisti (rispettando gli eventuali privilegi all'interno della compagine societaria) ricevano almeno ciò che residua dalle distribuzioni sopra elencate.

Tutto ciò, salvo volontà contraria delle parti.

Come si è già avuto modo di osservare, l'*APR* rispetta solo il numero 1 di questi requisiti. Dunque come modificare la procedura in modo da integrare tutti e 3 i parametri?

4.2.6.2. La "ROP" in dettaglio

Una proposta che negli anni sembra aver riscosso discreto successo è quella che prevede il riconoscimento, a favore delle classi escluse dalle distribuzioni, del valore di un ipotetico diritto di opzione per l'acquisto dell'intera società ad un prezzo di riscatto pari all'importo nominale del debito sovraordinato (comprensivo di spese per la procedura e interessi)⁵⁵⁹. L'elaborazione più completa e definita di tale approccio è stata trasposta nel *Final Report* della ABI Commission to Reform Chapter 11⁵⁶⁰, di cui si parlava nel 4.1. Per comodità, ci si riferirà a questa nuovo regime con la denominazione di *Redemption Option Priority* (o *ROP*). Si procede ad analizzarla.

4.2.6.2.1. Le principali caratteristiche della ROP

⁵⁵⁹ Compiutamente formulata in questi termini in A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit.

⁵⁶⁰ ABI Commission to Reform Chapter 11 (2012-2014), *Final Report*, op. cit. Per una lettura più agevole, ci si riferirà a tale gruppo di lavoro con la denominazione abbreviata di "*Commission*", e l'opera verrà d'ora in avanti citata con la denominazione di: "*ABI Commission, Final Report*".

Dal punto di vista teorico, lo scopo della proposta è quello di rispettare le priorità del debito come contrattate dalle parti (si vedano i 3 punti sopra elencati), evitando però che determinati attori possano trarre indebiti vantaggi dalla riorganizzazione⁵⁶¹. L'impianto "tradizionale" della *APR* non ne risulta perciò stravolto, ma semplicemente corretto in una parte.

La *Commission*, difatti, ponendo le premesse teoriche per la *ROP* chiarisce due punti fondamentali per la struttura delle riorganizzazioni:

1. La misura della *adequate protection* dovrebbe essere incrementata rispetto all'accezione attuale (solo esecuzione individuale da parte del creditore garantito), andando a comprendere tutto il valore del complesso produttivo, qualunque sia la sua destinazione futura. Pertanto, anche il *surplus* valoriale che gli *assets* produrrebbero in caso di riorganizzazione spetterebbe a chi ha vincoli di garanzia sugli stessi⁵⁶²; medesime le conclusioni in caso di cessione dell'azienda come esito della procedura concorsuale⁵⁶³.

2. La stima del valore d'impresa, sintetizzando le possibilità future in un'unica grandezza numerica stabilita in un dato momento storico, potrebbe avere l'effetto, qualora poi si concretizzassero gli scenari positivi, di iper-compensare le classi gerarchicamente sovraordinate a scapito di quelle inferiori. Pertanto, lo schema di distribuzione delle utilità dovrebbe includere un meccanismo di possibile "aggiustamento" che permetta alle classi *junior* inizialmente escluse, di riappropriarsi delle utilità loro spettanti⁵⁶⁴. Tutto ciò, entro un limitato periodo di tempo⁵⁶⁵, in modo da non approfittarsi degli eventuali meriti della nuova gestione.

L'istituto che permetterebbe (secondo la *Commission*) di assolvere a questi compiti è il "*Redemption Option Value*⁵⁶⁶": si procede a descriverne il funzionamento.

⁵⁶¹ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁵⁶² *Ibidem*.

⁵⁶³ *Ibidem*.

⁵⁶⁴ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁵⁶⁵ Tre anni, come si specificherà più avanti. *Ibidem*.

⁵⁶⁶ *Ibidem*. Ci si riferirà d'ora in poi a tale istituto anche nella forma abbreviata di "*ROV*".

Questa creazione giuridica si fonda sul principio teorico che ad una determinata classe di *stakeholders*, esclusa dalle distribuzioni del piano ove il valore attuale dell'impresa risultasse troppo basso per autorizzare distribuzioni di utilità nei suoi confronti secondo i canoni della *APR*, spetti il valore di un ipotetico diritto di opzione che, al verificarsi di uno scenario positivo tale da permettere sia il completo pagamento dei debiti *senior* (cioè sovraordinati rispetto alla categoria in questione) che la rimanenza di un *surplus*, le permetterebbe di acquistare il controllo dell'impresa e godere delle risorse in eccesso a lei spettanti secondo i diritti contrattuali⁵⁶⁷. Tale ipotetico diritto (di opzione), però, potrebbe essere esercitato solo in un ristretto periodo di tempo, perché altrimenti si consentirebbe all'opzionario di approfittarsi dei risultati economici imputabili alla nuova gestione dell'azienda. Il rimedio sarebbe infatti solamente volto a tutelare le classi subordinate escluse dalle distribuzioni, da un'eventuale sottovalutazione dell'impresa operata in sede di riorganizzazione, venuta alla luce solo in seguito all'autorizzazione del piano, grazie ai nuovi valori che il mercato avrebbe assegnato all'azienda ristrutturata⁵⁶⁸. Una tale evenienza non potrebbe manifestarsi che nel breve periodo⁵⁶⁹, per questo la proposta di *ROV* utilizza, come si vedrà fra poco, un limite temporale ben definito; al contrario, ove un simile termine non venisse applicato si permetterebbe alle classi subordinate di godere indirettamente di eventuali prestazioni positive imputabili non alla sottovalutazione iniziale, ma alla benefica guida della nuova amministrazione: ciò, oltre che sconveniente dal punto di vista degli incentivi, non sarebbe neppure corretto.

Nel configurare lo strumento, la *Commission* ha esaminato gli andamenti ciclici delle prestazioni delle imprese ed ha ritenuto che un periodo sufficiente per ottenere una valutazione corretta del valore di un'azienda fosse di tre anni⁵⁷⁰. Pertanto, poiché ciò che interessa conoscere ai fini della procedura è una stima fedele della ricchezza dell'impresa in stato di difficoltà, si è indicato come punto di partenza l'apertura del procedimento di riorganizzazione e, come termine ultimo, il terzo anniversario del suddetto avvenimento.

⁵⁶⁷ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁵⁶⁸ *Ibidem*.

⁵⁶⁹ *Ibidem*.

⁵⁷⁰ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

Ricapitolando, le caratteristiche dell'ipotetica *redemption option* sono: diritto ad acquistare la proprietà dell'intera società; prezzo di esercizio pari all'importo nominale del debito sovraordinato; termine di tre anni dall'apertura del caso⁵⁷¹.

Anche la *ROP*, come la *APR*, sarebbe una regola derogabile dalla volontà delle parti ed entrerebbe dunque in gioco solo se invocata, cioè solo nel caso in cui sia stato presentato un piano che non abbia raggiunto sufficienti consensi per l'approvazione⁵⁷².

I requisiti che si andranno a descrivere, dunque, dovrebbero essere verificati dal giudice in caso di mancata approvazione da parte di una classe e legittimerebbero, se presenti, il *cramdown* del suddetto gruppo⁵⁷³.

La novità più rilevante della proposta è che la categoria dissenziente legittimata ad invocare il rispetto delle previsioni normative non sarebbe più soltanto una classe *senior* che si ritenga discriminata a causa delle assegnazioni effettuate nei confronti di una classe *junior*, ma anche il contrario, ovvero una categoria subordinata che reputi di essere stata privata del suo valore d'opzione dalle distribuzioni in favore della classe immediatamente superiore⁵⁷⁴.

La tutela invocabile dalle parti (e, dal lato opposto, la possibilità di ricorrere al *cramdown*) risulta quindi così configurata:

1. Una classe sovraordinata ad un'altra che ha ricevuto distribuzioni secondo le disposizioni del piano, potrà invocare la tutela giudiziale affinché si verifichi che le sia (a se stessa, quindi classe superiore) stato assegnato almeno il valore totale del suo credito, meno il valore della *ROV* spettante alla classe immediatamente inferiore⁵⁷⁵. Un *cramdown* potrà dunque essere esercitato se, per esempio: dati una classe *senior* contraria all'approvazione avente un credito di 100€, ed un piano che destina 95€ alla suddetta categoria e 5€ a quella immediatamente successiva, il giudice accerti che il valore della *redemption option* per la classe *junior* è 5€. Viceversa, posto un identico importo di *ROV*, ove il piano distribuisse solo 90€ alla classe sovraordinata e ne

⁵⁷¹ *Ibidem*.

⁵⁷² *Ibidem*.

⁵⁷³ *Ibidem*.

⁵⁷⁴ *Ibidem*.

⁵⁷⁵ *Ibidem*.

destinasse invece 10€ alla sottostante, il *cramdown* non potrebbe essere impiegato e il piano verrebbe bocciato.

2. La classe immediatamente subordinata all'ultima che ha ricevuto distribuzioni secondo le disposizioni del piano di ristrutturazione, potrà richiedere la protezione del giudice ove le sia stato assegnato un ammontare di risorse di valore inferiore a quello della propria *ROV*⁵⁷⁶. Riprendendo l'esempio precedente (*ROV* = 5€), il *cramdown* nei confronti della classe *junior* contraria all'approvazione potrà essere autorizzato qualora le sia stato destinato un importo maggiore o uguale a 5€; in caso contrario, il dissenso non potrà essere superato. È importante notare che questo secondo tipo di *cramdown* è possibile solo nei confronti della classe immediatamente inferiore all'ultima (da un punto di vista gerarchico) che ha ricevuto distribuzioni all'interno del piano. Detta in altre parole, significa che ha diritto alla *redemption option* solamente la categoria immediatamente subordinata a quella che per ultima (gerarchicamente) si è vista assegnare delle utilità⁵⁷⁷. Esemplificando rapidamente: date quattro classi (A, B, C, e D) fra loro gerarchicamente subordinate (in ordine alfabetico), e ipotizzato un piano che assegni ad A ricchezze pari al 90% del proprio credito, a B una somma equivalente al 30% del suo e nulla alle successive, l'unica che avrà diritto all'assegnazione del *ROV* sarà la C.

4.2.6.2.2. Il calcolo del "redemption option value"

Resta ora da analizzare come la *Commission* abbia concretizzato tali principi, cioè come si possa calcolare il valore della *redemption option* spettante ad una determinata classe.

Si è già illustrato che il *ROV* è il valore corrispondente all'ipotetico diritto di opzione concesso alla classe *junior* per l'acquisto dell'intera impresa riorganizzata entro il terzo anno dall'inizio della procedura, avente come prezzo di esercizio la somma di tutto il

⁵⁷⁶ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁵⁷⁷ *Ibidem*.

credito sovraordinato, comprensivo di rimborso delle spese sostenute per la procedura (remunerazione dei consulenti ecc...) ⁵⁷⁸. La *Commission* ha dunque proposto di computare tale importo mediante l'utilizzo di uno dei metodi più affermati in campo finanziario (Black-Scholes) e assumendo come fattori per il calcolo: quota proprietaria acquisibile in seguito all'esercizio dell'opzione pari al 100%; variabilità del valore degli asset sottostanti al titolo determinato giudizialmente (entro un *range* di ampiezza verosimile); prezzo di riscatto (o "*strike price*") pari al valore complessivo del debito sovraordinato (di tutte le classi); periodo di validità pari a tre anni dall'inizio della procedura⁵⁷⁹.

Posti tali dati, la *Commission* ha effettuato delle simulazioni di tale calcolo per verificare come, nelle situazioni concrete, la *ROP* si sarebbe comportata.

Per l'esecuzione dei test si è immaginato una riorganizzazione con 3 classi di *stakeholders* (*senior*, *junior* e debitore), in cui: alla prima viene destinato l'intero complesso produttivo, alla seconda il *ROV*, alla terza niente. Utilizzando i parametri sopra indicati, si è dunque calcolato quanto potesse valere, in termini percentuali riferiti al valore residuo dell'impresa, la *redemption option* della classe intermedia al variare del tasso di recupero della classe sovraordinata.

I risultati sono riassunti nella tabella sottostante.

		Volatility			Redemption Option Value as a % of Reorganization Value
		12.0%	15.0%	18.0%	
Recovery % on Senior Debt	90.00	3.84	5.32	6.83	
	80.00	1.11	2.06	3.15	
	70.00	0.18	0.54	1.10	
	60.00	0.01	0.08	0.25	
	50.00	0.00	0.00	0.03	

Fonte: ABI Commission, *Final Report*, op. cit

Legenda

⁵⁷⁸ *Ibidem*.

⁵⁷⁹ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

A sinistra, la colonna azzurra riporta la percentuale di credito recuperato (credito ammesso + spese di procedura) dalla classe *senior*.

In alto, la riga bianca propone vari scenari di volatilità del valore dell'impresa

Al centro, il riquadro verde riporta il valore della *RO*, espresso in percentuale rispetto al valore dell'impresa riorganizzata.

Dall'immagine si nota immediatamente come il valore dell'opzione *junior* aumenti al crescere del tasso di recupero del credito *senior* e della volatilità (cioè possibilità di variazione della ricchezza) dell'*asset*-impresa. Esaminando ulteriormente le grandezze in gioco, si osserva che, anche nello scenario con maggior volatilità, il *ROV* non arriva a rappresentare nemmeno il 7% delle utilità distribuite in favore della classe *senior*, dunque le ricchezze che verrebbero sottratte alla soddisfazione del credito sovraordinato sono di importo piuttosto contenuto rispetto all'ammontare di utilità globalmente percepito dalla medesima classe. Il *ROV* diventa persino irrisorio (rispetto al credito recuperato dai creditori *senior*) quando il tasso di recupero è intorno al 70%.

La probabilità di ricevere utilità, in definitiva, diviene realistica solo quando il valore delle risorse assegnate alla classe immediatamente superiore oltrepassa almeno il 60% del credito originario.

Se ne potrebbe concludere, dunque, che la deviazione imposta dalla *ROP* rispetto alla *APR* tradizionale, non sembra poi così significativa, e pare di conseguenza improbabile che costituisca un cambiamento tale da modificare sostanzialmente gli incentivi *ex ante* (pre-insolvenza) delle parti⁵⁸⁰.

La *ROP* sarebbe applicabile, secondo la *Commission*, anche in caso di cessione dell'azienda tramite *Chapter 11*, al fine di evitare vendite a saldo⁵⁸¹. In tal caso il *ROV* sarebbe calcolato sulla base del prezzo d'acquisto ed estratto dallo stesso. La remunerazione dell'opzione non sarebbe perciò a carico dell'acquirente, ma sarebbe detratto dall'importo spettante alla classe *senior*⁵⁸². In tal modo, secondo i proponenti, i

⁵⁸⁰ Ci si riferisce in particolare agli incentivi *ex ante*, esaminati nel corso del paragrafo 4.2.3.

⁵⁸¹ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁵⁸² *Ibidem*.

creditori sovraordinati risulterebbero incentivati a contrattare un prezzo superiore a quello che basterebbe per soddisfare il loro credito in assenza di *RO* (perché altrimenti, in base al meccanismo appena descritto, incasserebbero una somma leggermente inferiore)⁵⁸³.

4.2.6.2.4. Tutele complementari

Il *report* della *Commission* propone inoltre delle forma di tutela “complementari”, impiegabili al fine di evitare usi opportunistici dello strumento suggerito, sia in caso di riorganizzazione che di cessione dell’azienda⁵⁸⁴.

Riguardo la prima ipotesi (riorganizzazione), è consigliato che si doti il giudice del potere di superare l’eventuale dissenso di quelle classi *junior* che abbiano presentato obiezioni riguardo il valore dell’azienda in base al quale è stato calcolato il *ROV* loro spettante, al solo fine di intralciare la procedura (ed estorcere, così facendo, maggiori concessioni)⁵⁸⁵. Tali condotte ostruzionistiche, ove provate dalle controparti, sarebbero rese inefficaci mediante l’automatico superamento del dissenso della classe “colpevole”, a meno che non sia accertata una violazione della *APR* “tradizionale” (cioè a meno che l’obiezione non sia stata motivata da una censura nei confronti delle risorse assegnate alle classi subordinate a quella contraria)⁵⁸⁶. In altre parole, la mala fede dell’obiezione renderebbe comunque autorizzabile il piano, a meno che non sia violata la *APR* “classica”.

Per la seconda ipotesi (cessione) invece, il suggerimento consiste nel privare una classe *junior* del suo diritto a percepire il *ROV*, come conseguenza di un’eventuale contrarietà alla vendita. Nel caso opposto (assenso), invece, ne potrebbero godere⁵⁸⁷.

Lo scopo di siffatto meccanismo sarebbe quello di indurre una maggiore ponderazione nei confronti di un eventuale dissenso: esprimerlo implicherebbe la perdita

⁵⁸³ *Ibidem*.

⁵⁸⁴ *Ibidem*.

⁵⁸⁵ Come illustrato nel paragrafo 4.2.5.

⁵⁸⁶ *Ibidem*.

⁵⁸⁷ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

di utilità, dunque tale comportamento verrebbe adottato solo se supportato da valide ragioni.

Un'ultima osservazione riguarda la forma di liquidazione del ROV.

I proponenti specificano che la ROP consiste nel riconoscimento del “valore di un ipotetico diritto d'opzione”, non nella concessione di un vero e proprio diritto d'opzione a favore delle categorie insoddisfatte⁵⁸⁸. Ciò implica che il pagamento di questo valore possa avvenire sotto qualsiasi forma: obbligazione, contanti, *warrant*, azioni ecc...

Inoltre, si precisa che la scelta del mezzo tramite cui liquidare il ROV spetterebbe alla classe *senior* privata delle corrispondenti risorse⁵⁸⁹.

4.2.6.2.5. Postilla all'analisi della ROP

Tale proposta porta così a maturazione e dà concretezza a quel filone dottrinario che da diversi anni sosteneva la necessità di introdurre un istituto per mezzo del quale riconoscere alle classi *junior* escluse dalla riorganizzazione il loro valore d'opzione riguardo ai risultati economici dell'azienda ristrutturata⁵⁹⁰.

Una siffatta soluzione rispetterebbe dunque, secondo i suoi sostenitori, entrambi i principi fondamentali del diritto dell'insolvenza, cioè la massimizzazione *ex ante* ed *ex post* delle risorse disponibili: per quanto riguarda la prima, ciò avverrebbe grazie al rispetto dei diritti e delle priorità contrattualmente stabiliti; la seconda, invece, si conseguirebbe impedendo l'iper-compensazione delle classi sovraordinate a spese delle subordinate in caso di riorganizzazione e incentivando le prime a trattare maggiormente al rialzo in caso di cessione d'azienda⁵⁹¹.

⁵⁸⁸ *Ibidem*.

⁵⁸⁹ *Ibidem*.

⁵⁹⁰ Fra gli altri, A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, op. cit. e D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, op. cit.

⁵⁹¹ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

4.2.6.3. Critiche alla ROP

Anche la proposta della *Commission* è stata oggetto di critica. Autorevoli voci a sostegno della *APR* hanno difatti analizzato la *ROP* e ne hanno messo in risalto alcune criticità⁵⁹².

4.2.6.3.1. Un prolungamento ingiustificato della durata dell'opzione delle classi subordinate

La prima argomentazione contraria alla *ROP* necessita di un breve preambolo.

La struttura del capitale di una società può essere interpretato, da un punto di vista puramente teorico, come un incastro di opzioni.

Secondo tale visione, quando l'imprenditore contrae debito, trasferisce implicitamente una parte della proprietà (equivalente all'importo del credito) ai finanziatori e trasforma il capitale proprio in un'opzione *call* sulle attività cedute, con un prezzo di esercizio pari al passivo dell'impresa⁵⁹³.

All'interno della compagine del passivo, poi, il credito garantito diviene proprietario della parte di patrimonio vincolata a garanzia del debito contratto e cede opzioni agli altri *stakeholders*: una ai chirografari, che permetterà loro di acquistare la proprietà di spettanza dei prelatizi, riscattandola ad prezzo pari all'ammontare totale del loro debito; un'altra al debitore, che consentirà a quest'ultimo di riappropriarsi della frazione di proprietà non appartenente ai chirografari⁵⁹⁴.

I chirografari, dal canto loro, sono al contempo titolari di una frazione di proprietà "condizionata" (dove l'avveramento della stessa è data dalla integrale soddisfazione del prelatizio) sugli *assets* vincolati, e una forma libera sugli eventuali beni non vincolati, di

⁵⁹² Principalmente B.E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, op. cit.

⁵⁹³ *Ibidem*.

⁵⁹⁴ A.J. CASEY, E.R. MORRISON, *Beyond Options*, op. cit.

valore equipollente a quello del proprio credito e detentori di un'opzione *call* che, ove esercitata, permetterà loro di acquisire tutta la quota di proprietà ceduta *ab origine* dal debitore, tramite l'avveramento della suddetta condizione; inoltre, sono soggetti all'esercizio di un'opzione *call* ceduta all'imprenditore, che permetterà a quest'ultimo di appropriarsi della frazione di attività appartenenti ai chirografari.

Il debitore, dunque, può riappropriarsi delle attività esercitando entrambe le opzioni⁵⁹⁵.

Secondo questa linea di pensiero, l'opzione del debitore volta all'acquisto della frazione di proprietà nelle mani dei creditori, e quella dei chirografari per il riscatto degli *assets* vincolati a garanzia dei crediti prelatizi, scadono nel momento in cui l'impresa si rivela inadempiente nei confronti del garantito o insolvente in generale. Ciò accade perché l'inadempimento contrattuale fa maturare in capo ai creditori il potere di pignorare le attività del debitore, farle vendere e soddisfarsi sul ricavato; e tale facoltà, vista secondo la prospettiva di cui sopra, altro non rappresenta che il definitivo consolidarsi del diritto di proprietà dei creditori⁵⁹⁶.

L'inadempimento, dunque, fa scadere il periodo di esercizio delle opzioni: il creditore garantito ha il diritto di ritenere la sua proprietà fino a soddisfazione integrale della pretesa e, ove quest'ultima avvenisse, si avvererebbe la condizione che permette il trasferimento della proprietà residua al chirografario⁵⁹⁷.

Le procedure fallimentari, tuttavia, hanno la caratteristica di sospendere le azioni esecutive e dunque, nella ricostruzione teorica, quello di prorogare la validità, per tutta la durata del procedimento, delle opzioni *call* possedute dai vari attori⁵⁹⁸.

Alla luce della suddetta teoria, proporre di garantire esplicitamente alle classi subordinate il loro valore di opzione anche oltre le procedure di insolvenza, apparirebbe in contrasto rispetto all'assetto contrattuale designato dalle parti⁵⁹⁹. Secondo i sostenitori

⁵⁹⁵ *Ibidem*.

⁵⁹⁶ A.J. CASEY, E.R. MORRISON, *Beyond Options*, op. cit.

⁵⁹⁷ *Ibidem*.

⁵⁹⁸ B.E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, op. cit.

⁵⁹⁹ *Ibidem*.

della *ROP*, infatti, una procedura ispirata alla *APR* distruggerebbe le opzioni dei suddetti *stakeholders*; ma se si rispettasse l'assetto negoziale "puro", i termini dell'opzione risulterebbero già scaduti all'atto dell'inadempimento contrattuale, quindi: o ben prima dell'inizio del processo o in corrispondenza del suddetto momento⁶⁰⁰.

Il *Chapter 11*, perciò, prorogherebbe di per sé la durata dell'opzione oltre la scadenza naturale, ma lo farebbe perseguendo la finalità di massimizzare il patrimonio disponibile attraverso il recupero collettivo del credito. Un sacrificio dei diritti contrattuali sarebbe in questi termini accettabile (prevalenza di un obiettivo sull'altro, come si diceva nel paragrafo 4.2.1.).

Non accettabile sarebbe invece la proposta di chi, trascurando che al momento della valutazione giudiziaria o della conferma del piano, gli *stakeholders* di grado inferiore avrebbero già goduto di una non trascurabile proroga, proporrebbe di allungare ulteriormente il periodo di validità dell'opzione, andando ancora più in contrasto con il principio fondamentale del rispettare degli assetti negoziali voluti dalle parti, e soprattutto senza garantire una migliore valorizzazione del patrimonio del debitore⁶⁰¹.

4.2.6.3.2. *ROP* e "fire-sales": un intervento ingiustificato

La seconda argomentazione contraria si incentra sulla questione delle *fire-sales*.

I sostenitori della *ROP* affermano che la presenza della *redemption option* fornirebbe un incentivo ai creditori *senior* per contrattare maggiormente al rialzo i prezzi di acquisto, a causa della necessità di corrispondere il *ROV* alla classe immediatamente subordinata.

Ciononostante, gli autori sembrerebbero non considerare che, anche adottando le procedure d'asta migliori, la cessione dell'azienda potrebbe fruttare magri ricavi ove il mercato per i titoli del debitore fosse illiquido in quel dato momento storico⁶⁰². Accade infatti spesso che la crisi sia motivata da difficoltà sistemiche, che affliggono cioè tutto il settore economico di appartenenza, e che ciò renda molto complesso per i potenziali

⁶⁰⁰ *Ibidem*.

⁶⁰¹ *Ibidem*.

⁶⁰² B.E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, op. cit.

acquirenti e concorrenti (vittime degli stessi eventi) raccogliere liquidità sufficiente per finanziare un'operazione così rilevante⁶⁰³.

Inoltre, aggiunge la critica, il potenziale impatto negativo *ex post* che una vendita a saldo avrebbe sulle posizioni dei creditori *junior*, potrebbe essere previsto e assorbito *ex ante* tramite un aggiustamento al rialzo dei tassi di interesse⁶⁰⁴.

Infine, conclude la parte contraria, ove apparisse evidente che il valore del corrispettivo non sia adeguato e che l'impresa risulti meglio valorizzata mediante una riorganizzazione, sarà compito del giudice negare l'autorizzazione alla vendita e spingere le parti a negoziare per la redazione di un piano⁶⁰⁵.

4.2.6.3.3. La determinazione giudiziale del "ROV"

L'ultima critica riguarda la valutazione giudiziale richiesta dalla *ROP*.

Gli ideatori della *ROP* criticano la variabilità della stima effettuata dal giudice in regime di *APR* e affermano la necessità di adottare un sistema di misurazione più adeguato, che tenga conto dello svolgersi dell'intero ciclo di impresa (tre anni).

Tuttavia, l'introduzione del *ROV* come strumento capace di ammortizzare l'erroneità del valore assegnato, grava le corti dell'onere di effettuare una valutazione ancora più elaborata rispetto a quella attualmente necessaria. Inoltre, calcolare alcune delle variabili determinanti risulterebbe piuttosto arduo ove la struttura di capitale fosse più complessa di quella presa a modello nel test (come del resto hanno riconosciuto gli stessi proponenti), e renderebbe il compito del giudice molto più lungo e complesso⁶⁰⁶. Di conseguenza, sposando la linea argomentativa della *Commission* che vede nella stima giudiziale un elemento difettoso, non si può non rilevare come un'ulteriore complicazione del procedimento di valutazione apra alla possibilità di spese di consulenza (per tutti) ed errori giudiziari ancora più consistenti⁶⁰⁷.

⁶⁰³ *Ibidem*.

⁶⁰⁴ *Ibidem*.

⁶⁰⁵ *Ibidem*.

⁶⁰⁶ B.E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, op. cit.

⁶⁰⁷ *Ibidem*.

Infine, conclude la voce contraria, far dipendere ancora di più, rispetto al sistema attuale, la distribuzione delle risorse da una determinazione unilaterale del giudice, si scontra con l'orientamento della Corte Suprema esplicitato in *203 North LaSalle*, che, in merito ai giudizi di adeguatezza sugli apporti patrimoniali, raccomanda di affidarsi sempre, se possibile, alla valutazione di mercato⁶⁰⁸.

Punto di arrivo dei suddetti contributi critici è pertanto un giudizio di non necessità: non si riscontrerebbe il bisogno di introdurre la *redemption option* per ridimensionare i problemi sollevati dalla possibilità di stime erranee; risulterebbe a tal fine sufficiente (e più accurato) introdurre degli accorgimenti che correggano la valutazione giudiziale, senza bisogno di estendere la stessa su di un arco temporale di svariati anni⁶⁰⁹.

4.3. La APR nelle ristrutturazioni di piccole e medie imprese

4.3.1. Le caratteristiche delle piccole e medie imprese in ristrutturazione

Nel paragrafo 1.6 si è già avuto modo di osservare come la gestione delle crisi delle piccole e medie imprese ponga problemi molto specifici e in parte differenti rispetto a quelli propri delle grandi aziende. Tali peculiarità sono dovute alle diverse caratteristiche che tipicamente connotano le realtà di minori dimensioni. Si riassumono brevemente.

1. L'esistenza di forti legami fra proprietà e *management*, se non addirittura l'inscindibilità delle due componenti, che implica, generalmente, l'impossibilità di isolarle e trattarle separatamente in sede di riorganizzazione⁶¹⁰.

Si pensi, ad esempio, alla prassi di utilizzare i *KERPs* per garantire la permanenza delle figure-chiave, di cui si parlava nel paragrafo 4.1.: strumenti del genere

⁶⁰⁸ *Ibidem*.

⁶⁰⁹ *Ibidem*.

⁶¹⁰ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

risulterebbero di difficile applicazione nelle piccole realtà; di conseguenza, un'eventuale decisione di includere gli amministratori in un progetto di ristrutturazione, significherebbe molto verosimilmente estendere la partecipazione anche nei confronti dei vecchi proprietari (ammesso che non si tratti fisicamente delle stesse persone);

2. L'incorporazione di una notevole parte del valore immateriale dell'azienda (*know-how*, relazioni commerciali ecc...) nella proprietà, in quanto strettamente legata al *management*⁶¹¹. Si è già avuto modo di notare come le prestazioni economiche di un'impresa possano dipendere anche dalle figure apicali⁶¹²: ciò risulta ancora più evidente nel caso delle realtà minori. Gli amministratori spesso operano quotidianamente all'interno del ciclo di produzione e sono perciò dotati di conoscenze specifiche insostituibili⁶¹³; al fine di non disperdere questo patrimonio intangibile e aumentare la possibilità di riuscita di un tentativo di ristrutturazione, potrebbe dunque rivelarsi fondamentale contare sulla collaborazione di tali professionalità. Tuttavia, in virtù di quanto esposto al punto precedente (forti legami fra proprietà e amministrazione), il fatto che il valore immateriale dell'impresa sia incorporato in *managers* strettamente legati alla compagine proprietaria, implica che lo sfruttamento del suddetto patrimonio passi necessariamente dalla cooperazione di quest'ultima. In sintesi: al fine di aumentare le probabilità di successo della riorganizzazione, sarà utile concedere alla vecchia proprietà un trattamento economico tale da stimolarne la collaborazione⁶¹⁴.

3. Il volume d'affari delle piccole e medie imprese è inferiore rispetto a quello delle grandi aziende, di conseguenza sia l'attivo che il passivo (e dunque l'importo dei singoli crediti) sono più modesti. Non necessariamente, però, le dimensioni delle controparti contrattuali lo sono altrettanto: alcuni di loro potrebbero essere gli stessi investitori professionali cui si faceva cenno trattando delle riorganizzazioni di grandi realtà (ad esempio istituti di credito), e lo stesso si può dire per i fornitori, fra i quali potrebbero

⁶¹¹ Si veda in merito il paragrafo 1.6.

⁶¹² Si veda paragrafo 4.1.

⁶¹³ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁶¹⁴ *Ibidem*.

esservi soggetti molto più strutturati del debitore.

In virtù di ciò, come abbiamo visto in 1.6., un tentativo di ristrutturazione potrebbe non essere nell'interesse di tutti i creditori. È probabile infatti che alcuni (se non molti), avendo pretese di importo contenuto, non reputino conveniente investire risorse (tempo e denaro) nel verificare l'esistenza dei presupposti che renderebbero la riorganizzazione un'alternativa conveniente, e preferiscano dunque soluzioni di tipo liquidatorio⁶¹⁵.

4. Le piccole e medie imprese falliscono più facilmente delle grandi. Il ridotto volume di affari implica anche una minore resistenza agli eventi traumatici. Per dare un'idea della portata del fenomeno, le fonti statunitensi mostrano come la grande maggioranza delle procedure di insolvenza riguardi le realtà aziendali minori e che, ribaltando il punto di osservazione, su 10 *start-up* aperte in un determinato anno, solo la metà risulta ancora operativa dopo cinque anni, e solo tre dopo dieci anni⁶¹⁶.

5. La compagine creditoria e quella proprietaria saranno meno variegata dal punto di vista soggettivo, e vedranno la presenza di pochi investitori professionali⁶¹⁷. La prima sarà generalmente costituita da un numero contenuto di pretese, i cui detentori, verosimilmente saranno: istituti di credito, spesso con diritti reali di garanzia sugli immobili aziendali (se non addirittura su quelli personali, in certi casi); *partners* commerciali con commesse non pagate; lavoratori con qualche mensilità arretrata; lo Stato, per oneri vari.

La seconda, invece, sarà tendenzialmente limitata ad un ristretto numero di figure: a seconda della veste giuridica adottata, la proprietà potrebbe appartenere integralmente ad una singola persona fisica (nei casi di imprese individuali), o magari essere spartita fra pochi individui legati fra loro anche da rapporti extra-lavorativi (nei casi di piccole società)⁶¹⁸. Ciò che differisce, in definitiva, rispetto ai grandi contesti aziendali è che

⁶¹⁵ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁶¹⁶ *Ibidem*.

⁶¹⁷ *Ibidem*.

⁶¹⁸ Negli USA la competenza relativa alla disciplina degli enti giuridici esercenti attività di impresa appartiene ai singoli Stati, dunque ognuno di loro ha specifiche regole proprie. Tuttavia, pur con le rispettive differenze in base allo Stato di appartenenza anche l'ordinamento USA conosce imprese costituite in forma individuale, come gli "*individuals*", ed entità che invece raggruppano più soci, come

raramente si tratterà di realtà con quote proprietarie diffuse presso una vasta platea di investitori⁶¹⁹.

Queste dunque le differenze principali.

4.3.2. Le esigenze delle piccole e medie imprese in ristrutturazione

Resta ora da indagare come tali caratteristiche interagiscano con gli obiettivi del diritto della crisi e quali concrete esigenze ne risultino.

Si ricorda che, come illustrato in 4.2.1. le finalità ultime delle procedure di insolvenza sono: 1) massimizzare il valore del patrimonio disponibile e 2) rispettare nel miglior modo possibile i diritti delle parti⁶²⁰.

4.3.2.1. La massimizzazione delle risorse disponibili

Come visto nel paragrafo 4.2.1., e' necessario distinguere quali aziende, pur essendo incappate in difficoltà temporanee, siano redditizie (e quindi da salvare), e quali invece non lo siano. Questa operazione di "filtraggio", però, richiede informazioni sull'attività e tempo per analizzarle.

I creditori garantiti sono generalmente quelli con gli importi più rilevanti e molto spesso dispongono di garanzie sui locali aziendali⁶²¹. Come si è anticipato, di solito non reputano conveniente perdere tempo e denaro nel valutare la possibilità di una ristrutturazione perché, trattandosi di esposizioni debitorie modeste, ritengono più

le "LLC". Così in *Corporations*, in "Wex", Legal Information Institute, Cornell Law School, <https://www.law.cornell.edu/wex/corporations> ; ultimo accesso 19.35 del 26/04/2020.

Anche nell'ordinamento italiano esistono entrambe le forme: si vedano a tal fine R.D. 16 marzo 1942, n. 262, *Codice civile*, art. 2082 e *ibidem*, Titolo V, "Delle società", artt. 2247 ss.

⁶¹⁹ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁶²⁰ Si veda paragrafo 4.2.1.

⁶²¹ D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, op. cit.

conveniente procedere immediatamente ai pignoramenti dei beni sottoposti a vincolo e soddisfarvisi, piuttosto che impiegare ulteriore tempo e denaro in un tentativo di riorganizzazione⁶²² che, anche in caso di successo, avrà comunque ricavi piuttosto contenuti (dato il volume d'affari non esorbitante). Inoltre, qualora il debitore avesse adottato una forma giuridica tale da non garantire la responsabilità patrimoniale limitata (circostanza non infrequente nei casi di piccole e medie imprese), la possibilità di esecuzione risulterà estesa anche al patrimonio personale: circostanza, quest'ultima, che amplia (da un punto di vista teorico) la quantità di risorse cui i creditori potrebbero attingere in caso di liquidazione, disincentivando ancora di più eventuali tentativi di salvataggio del complesso produttivo.

Effettuare una riorganizzazione potrebbe tuttavia risultare più redditizio per tutti, ove l'azienda in difficoltà fosse potenzialmente in grado di generare profitti, e costituirebbe dunque l'esito ottimale dal punto di vista dell'efficienza *ex post*. Tuttavia, valutare le prospettive future dell'impresa richiede tempo, sia per la stima del patrimonio in sé, che per le trattative inerenti la ripartizione delle risorse, e l'impresa non dispone di un grande patrimonio: non sarebbe dunque capace di sopportare ingenti spese di procedura. Inoltre, il fatto stesso di trovarsi oggetto di un procedimento giudiziario potrebbe danneggiarne l'immagine e il prolungarsi di questa fase potrebbe avere effetti tanto deleteri quanto quelli causati dallo spreco di denaro in sé per sé. Lunghe tempistiche e/o spese eccessive dovute ad un eventuale tentativo di ristrutturazione, dunque, potrebbero finire per causare proprio quello che voleva essere evitato, cioè la cessazione dell'attività⁶²³.

Infine, un'ultima considerazione: effettuare una riorganizzazione che preservi tutto il valore è piuttosto complesso senza la collaborazione della proprietà. Molto verosimilmente, infatti, le competenze specifiche dei proprietari o degli amministratori (che, come si è detto, ai fini delle distribuzioni sono da considerarsi inscindibili) saranno indispensabili per il buon esito dell'operazione: stimolarne l'impegno sarà perciò fondamentale e fornire loro un incentivo adeguato è la chiave per ottenere tale risultato⁶²⁴.

⁶²² ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁶²³ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁶²⁴ *Ibidem*.

In altre parole, una rilevante porzione delle utilità disponibili andrà riservata alla proprietà, anche qualora i crediti non risultassero interamente compensati dalle nuove ripartizioni; diversamente, ne risulterebbe pregiudicato lo stesso recupero delle somme dovute.

Quest'ultima esigenza è certamente la più rilevante, ai fini della presente trattazione, in quanto si pone in diretto contrasto con lo schema di *absolute priority*: destinare risorse al debitore, infatti, lasciando i creditori parzialmente insoddisfatti, è proprio ciò che il suddetto approccio impedisce.

4.3.2.2. Il rispetto dei diritti delle parti

Si è visto come una discreta parte dei dibattiti sulle implicazioni della *APR* o dei sistemi alternativi si sia giocata sugli incentivi *ex ante*, e come anche gli autori più critici nei confronti della priorità assoluta riconoscano l'importanza di rispettare l'assetto negoziale voluto dalle parti, al fine di scongiurare potenziali effetti distorsivi su svariati aspetti del sistema economico (ci si riferisce in particolare all'aumento del costo del debito e al possibile ricorso strumentale all'insolvenza)⁶²⁵.

Le particolari caratteristiche delle crisi di piccole e medie imprese, tuttavia, sembrerebbero invitare ad un'apertura nei confronti di possibili deroghe ai diritti contrattualmente pattuiti, in quanto ritenute funzionali ad una migliore valorizzazione del patrimonio⁶²⁶.

Si è visto in 4.2.1. come gli ideatori della *creditors' bargain theory* abbiano subordinato il secondo principio (rispetto delle priorità) al primo (massimizzazione delle risorse disponibili), riconoscendo in quest'ultimo la principale finalità e *ratio* fondante delle procedure concorsuali. In virtù di ciò, la suddetta esigenza di scostamento dalla *APR*, riscontrata nel corso della precedente disamina, potrebbe risultare conforme ai principi del diritto della crisi, fintantoché tale deviazione resti orientata al loro

⁶²⁵ Si veda in merito il paragrafo 4.2.3.

⁶²⁶ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

perseguimento e perciò limitata allo stretto necessario per ottenere la massimizzazione delle risorse. Ove così non fosse, si incapperebbe in quei pericoli di distorsione degli incentivi *ex ante* di cui sopra⁶²⁷.

Sintetizzando, dunque, la procedura di riorganizzazione ideale per le piccole e medie imprese dovrebbe:

1. Costare poco ed essere rapida;
2. Permettere, ove ciò risultasse utile, l'assegnazione di una quota di proprietà al debitore, anche se insolvente (quindi discostarsi dalla *APR*), tale da spingerlo alla cooperazione;
3. Garantire ai creditori un rientro almeno pari a quello che avrebbero realizzato nel migliore scenario alternativo alla ristrutturazione (che sia una liquidazione giudiziale, un'esecuzione individuale o qualsiasi altra soluzione), con specifico riguardo ai detentori di garanzie reali sui beni del debitore;
4. Indirizzare sempre le parti alla scelta della soluzione ottimale. Quindi: effettuare la riorganizzazione solo se l'azienda è redditizia (destinando perciò le altre alla liquidazione); permettere il superamento delle difficoltà che impediscono agli *stakeholders* di giungere all'esito ottimale (come ad esempio i dissensi opportunistici).

4.3.3. Le criticità della APR nelle riorganizzazioni di piccole e medie imprese

Si confronti ora l'assetto attuale del *Chapter 11*, ispirato alla *APR*, con i suddetti punti.

Relativamente al punto "1", le voci degli esperti sembrano aver concordato sul fatto che le incombenze processuali della *reorganization* "tradizionale", fossero insostenibili per le piccole e medie imprese, sia dal punto di vista del tempo, che da quello dei costi⁶²⁸. Uno dei principali obiettivi dello *SBRA*, difatti è stata la semplificazione procedurale⁶²⁹.

⁶²⁷ Si veda in merito il paragrafo 4.2.1.

⁶²⁸ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁶²⁹ U.S. House of Representatives, Committee on the Judiciary, *Report 116–171 To accompany H.R. 3311*

Anche relativamente ai punti "2" e "3", sembra esservi stata una certa uniformità di vedute in merito all'inadeguatezza della *APR* nei casi di realtà aziendali minori⁶³⁰: dimostrazione ne è l'adozione di un differente *standard* di protezione all'interno del neonato *Subchapter V*.

Le considerazioni effettuate in merito hanno tenuto conto del fatto che sovente, nelle piccole realtà, gli stessi proprietari lavorano all'interno dell'impresa, o comunque sono strettamente legati al *management*, e che perciò negoziare un piano di riorganizzazione secondo l'approccio *APR*, nel genere di contesto di cui si è fin qui trattato, risultasse troppo difficile⁶³¹.

Entrando nello specifico, si è già illustrato come le possibilità di arrivare alla conferma di un piano passi attraverso due strade: il consenso o l'*APR*⁶³². Utilizzare la prima, significherebbe ottenere l'approvazione di tutte le classi di creditori su un accordo che li priva di una rilevante parte di utilità, per destinarla a favore del debitore, che senza questa non sarebbe disposto a collaborare, in vista della possibilità (ma non certezza) di un maggior recupero nel futuro. Percorrere la seconda, invece, porterebbe ad una riorganizzazione in cui la parte debitrice è esclusa o detentrica di una partecipazione irrilevante, e che vede perciò il complesso aziendale menomato in partenza; privato di quelle competenze che avrebbero potuto determinare il successo del risanamento.

Non sorprende, dunque, il fatto che le fonti abbiano testimoniato una sostanziale difficoltà nel giungere all'adozione di piani consensuali⁶³³. I creditori più rilevanti, infatti, a causa del ridotto importo delle pretese e del patrimonio aziendale disponibile, non erano generalmente ben disposti innanzi alla prospettiva di dedicare ulteriore tempo e risorse alla ponderazione delle modalità di rilancio di (e dunque rischiare) un progetto imprenditoriale già precedentemente fallito, benché tale alternativa prospettasse un recupero maggiore in caso di successo.

Bisogna inoltre considerare che la normativa statunitense assegna ai creditori

(*Small Business Reform Act*), op. cit.

⁶³⁰ *Ibidem*.

⁶³¹ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁶³² Si veda capitolo 3.

⁶³³ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

garantiti un voto sia per la porzione di credito coperta dal valore della garanzia (cioè come categoria prelatizia), che per l'eventuale importo residuo della *deficiency claim* (chirografaria). Questo rende particolarmente rilevante il loro consenso e conseguentemente più ardua la conferma di un piano qualora essi non risultino favorevoli. I casi di piccole e medie imprese hanno difatti poche classi di creditori, di cui quasi tutti investitori non professionali, perciò disporre di due voti invece che uno in un simile contesto, sbilancia apprezzabilmente l'asse delle trattative⁶³⁴.

Dall'altro lato i proprietari non vedevano di buon occhio una riorganizzazione in cui la loro quota fosse eliminata (o ridotta ad una partecipazione insignificante), anche perché in molti casi l'azienda rappresentava, oltre che il loro impiego, anche la principale (se non unica) fonte di sostentamento per la famiglia.

Il prodotto dei due fattori consisteva, in definitiva, in un forte disincentivo per i debitori verso il ricorso alla procedura, che diventava a sua volta potenziale causa di una tendenza a non considerare l'accesso alla medesima in momenti in cui, invece, sarebbe stato opportuno, e una conseguente spinta a ritardare il più possibile il momento di emersione dell'insolvenza⁶³⁵.

La conclusione tratta da chi ha esaminato il problema, dunque, è stata che l'assetto vigente (pre-riforma), non agevolasse, nella maggioranza dei casi, i tentativi di riorganizzazione delle piccole e medie imprese⁶³⁶.

Un riscontro, seppur indiretto e parziale, della fondatezza di tali argomentazioni viene inoltre offerto da un'indagine effettuata sui casi di *Chapter 11* aventi ad oggetto imprese individuali: tale studio evidenzia difatti una correlazione positiva fra giurisdizioni più inclini a consentire deviazioni dalla *APR* favorevoli al debitore e tasso di conclusione della procedura tramite adozione di piani⁶³⁷.

⁶³⁴ *Ibidem*.

⁶³⁵ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁶³⁶ *Ibidem*.

⁶³⁷ R. M HYNES, A. LAWTON, M. HOWARD, *National Study of Individual Chapter 11 Bankruptcies*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, 2017, Vol. 25, No.1, pp. 61-175.

4.3.4. Lo SBRA e la APR: una deroga dettata dalla necessità

Il Congresso sembra essersi dimostrato sensibile a questa esigenza di cambiamento e ha risposto tramite l'adozione dello *SBRA*, di cui si parlava nel capitolo 3.

Il nuovo strumento di ristrutturazione è particolarmente interessante, in quanto specificamente dedicato alle realtà imprenditoriali di dimensioni minori⁶³⁸. Sembra perciò opportuno esaminare come le previsioni normative abbiano temperato le esigenze di cui si parlava sopra.

4.3.4.1. Le principali caratteristiche della riforma

Riassumendo brevemente, le novità più importanti sono:

1. Riduzione dei costi e delle tempistiche della *reorganization* attraverso la semplificazione del procedimento e l'accorciamento dei termini⁶³⁹.
2. Abolizione della *APR* come requisito per il *cramdown*⁶⁴⁰. L'adozione del piano di riorganizzazione può avvenire, come in precedenza, tramite due percorsi: uno consensuale, l'altro mediante *cramdown*. Cambiano però i presupposti per l'esercizio di quest'ultimo. Innanzitutto non è più necessaria l'approvazione da parte di almeno una classe *impaired*; poi, passando ai requisiti minimi di soddisfazione: per i creditori garantiti le tutele restano le medesime della § 1129(b)(2)(A); per i chirografari, invece, (e quindi anche per le *deficiency claims*), non è più necessario che il debitore compensi integralmente i loro crediti come condizione per la ritenzione di diritti sul patrimonio aziendale, se promette di destinare loro tutti gli utili⁶⁴¹ che l'impresa produrrà nel periodo di esecuzione del piano, ad eccezione di quelli necessari al sostentamento proprio e di eventuali soggetti a carico⁶⁴².

⁶³⁸ Si veda il paragrafo 3.3. per maggiori dettagli.

⁶³⁹ *Ibidem*.

⁶⁴⁰ *Ibidem*.

⁶⁴¹ Il termine "utili" è qui utilizzato nel suo significato proprio, cioè di risorse liberamente destinabili alla soddisfazione dell'imprenditore, in quanto generate da un esercizio con risultato economico positivo. Si intendono quindi già scalati tutti i costi inerenti la produzione.

⁶⁴² Si veda il paragrafo 3.3. per maggiori dettagli.

3. Il debitore ottiene il *discharge* dai debiti pregressi alla data di autorizzazione del piano, solo se questo è consensualmente adottato; al contrario, ove fosse confermato mediante *cramdown*, l'esdebitazione avverrebbe solamente una volta completati i pagamenti in esso previsti (quindi una volta trascorsi i tre o cinque anni, a seconda della durata specifica del piano)⁶⁴³.

A prima vista, sembrerebbe che lo *SBRA* abbia ben inquadrato l'obiettivo della sua azione: la relazione che accompagna la legge⁶⁴⁴ dichiara apertamente di aver fondato l'intervento legislativo sulle osservazioni contenute nel *Final Report* della *ABI Commission*, che indicano come principali nemici delle ristrutturazioni di piccole e medie imprese i costi, la durata, e la *APR* (ritenuta di ostacolo all'adozione dei piani)⁶⁴⁵.

In ossequio alle suddette finalità, numerose previsioni sono dirette a ridurre formalità e tempistiche del procedimento, nel tentativo di evitare uno spreco di risorse che, nel sistema previgente, conduceva spesso l'attività alla definitiva cessazione.

La novità più rilevante, ai fini della presente trattazione, è tuttavia il superamento della *APR* come approccio *standard* alla ripartizione di risorse. La riforma imposta difatti un doppio regime per la conferma: uno "preferibile", cioè adozione consensuale del piano con accettazione da parte di tutte le classi; e uno "indotto" (giudizialmente), ovvero mediante *cramdown*⁶⁴⁶. Ci si soffermi a riflettere su tale assetto.

4.3.4.2. Speculazioni sulle nuove modalità di omologazione del piano

4.3.4.2.1. Il "doppio binario"

Obiettivo del legislatore statunitense sembrerebbe spingere le parti all'adozione

⁶⁴³ *Ibidem*.

⁶⁴⁴ U.S. House of Representatives, Committee on the Judiciary, *Report 116–171 To accompany H.R. 3311 (Small Business Reform Act)*, op. cit.

⁶⁴⁵ ABI Commission, *Final Report*, op. cit.

⁶⁴⁶ Ricostruzione fornita da W.J. FACTOR, *FactorLaw's Summary and Analysis of the Small Business Reorganization Act*, pubblicato il 19/02/2020 su <https://wfactorlaw.com/2020/02/19/factorlaws-summary-and-analysis-of-the-small-business-reorganization-act/>; ultimo accesso 21.25 del 26/04/2020.

di piani consensuali: sono difatti previste a tal fine delle previsioni aventi la funzione di incentivare il raggiungimento di questa soluzione⁶⁴⁷. Il *discharge*, ad esempio, che nei piani consensuali viene immediatamente concesso, in quelli con *cramdown* arriva solo alla fine dei tre o cinque anni⁶⁴⁸; o i poteri del *trustee* durante la procedura, che nel caso di soluzione consensuale si limitano a compiti di supervisione e assistenza su richiesta, mentre col piano “indotto” sono ben più incisivi (si pensi che è persino autorizzato ad effettuare pagamenti ai creditori per conto del debitore)⁶⁴⁹.

Unica previsione che va in contrasto con tale assetto è la possibilità di rateizzare i pagamenti delle *administrative fees* (spese di procedura) lungo tutto l’arco del piano solamente per i piani adottati mediante *cramdown*: la *ratio* di siffatta disposizione resta oscura, soprattutto perché si colloca totalmente in controtendenza agli incentivi forniti⁶⁵⁰.

I commentatori riportano come frequentemente la mole di spesa sostenuta per la gestione dei casi portasse alla liquidazione anche debitori che avrebbero potuto riorganizzarsi con successo, perché incapaci di far fronte immediatamente alla totalità dell’importo. La possibilità di ammortizzare i suddetti costi sembrerebbe molto importante per il buon esito della ristrutturazione: non si comprende dunque come mai, nel contesto di una struttura complessivamente improntata al favorire soluzioni condivise, un ausilio così determinante non sia concesso a chi raggiunge l’esito ottimale, mentre invece resti a disposizione di chi ricorre allo strumento “sconsigliato”⁶⁵¹. Sarebbe stato forse più opportuno estendere una simile possibilità a tutti, o ancora meglio renderla fruibile in modo tale da disincentivare ulteriormente il ricorso al *cramdown*, come d’altronde è stato scelto di fare con altre disposizioni dello stesso testo.

Si esamini invece ora il percorso “disincentivato”.

Arrivare alla conferma mediante *cramdown* sembra essere decisamente più semplice rispetto alla “tradizionale” procedura di *Chapter 11*: non essendo più necessaria

⁶⁴⁷ W.J. FACTOR, *FactorLaw's Summary and Analysis of the Small Business Reorganization Act*, op. cit.

⁶⁴⁸ Si veda paragrafo 3.3. per maggiori dettagli.

⁶⁴⁹ *Ibidem*.

⁶⁵⁰ Così W.J. FACTOR, *FactorLaw's Summary and Analysis of the Small Business Reorganization Act*, op. cit.

⁶⁵¹ *Ibidem*.

l'approvazione del piano da parte di almeno una classe *impaired*, sarebbe sufficiente integrare i requisiti minimi per la soddisfazione dei creditori garantiti (che restano gli stessi, quindi comunque piuttosto stringenti) per riuscire a far approvare il piano. Per assurdo, quindi, il debitore potrebbe anche dividere le risorse residue fra i creditori garantiti e sé stesso, concedendo al primo il minimo indispensabile per superare il vaglio giudiziale e riservandosi tutto il resto. Formulando un'ipotesi estrema, potrebbe anche redigere un piano secondo cui non concede assolutamente nulla ai chirografari.

C'è però un bilanciamento importante a favore dei creditori. Qualora il piano sia approvato superando il dissenso di una classe, il debitore sarà obbligato a destinare tutti i futuri utili⁶⁵² dell'attività ai creditori non integralmente soddisfatti, per l'intera durata del piano (tre o cinque anni), fino a concorrenza dei rispettivi crediti (comprensivi di interessi e spese legali). Fanno eccezione soltanto le somme necessarie al mantenimento dei proprietari stessi e di eventuali soggetti a loro carico, che potranno essere trattenute.

Il *discharge* viene poi concesso alla data stabilita (terzo o quinto anniversario dalla data di autorizzazione) qualora il debitore si sia correttamente attenuto alle previsioni, sia normative, che del piano⁶⁵³.

Si potrebbe commentare che il nuovo regime prevede un sostanziale scostamento dalla *APR* in fase iniziale, per poi invece tornare a riavvicinarsi durante il periodo di esecuzione. Alternativamente si potrebbe rappresentare il nuovo schema assimilandolo ad un assetto "*sell-the-business*" transitorio, in cui, per un certo periodo, i vecchi proprietari diventano delle specie di amministratori "stipendiati" e i creditori percepiscono il resto dei guadagni come fossero soci.

Il nuovo approccio sembrerebbe fornire alle parti un compromesso accettabile per entrambi: da una parte al debitore è concesso conservare la propria azienda, dall'altra ai finanziatori insoddisfatti percepiranno ogni singolo centesimo di utile generato dal complesso produttivo (escluse le somme destinate al mantenimento dei proprietari). Chiave di volta dell'edificio dovrebbe essere lo stimolo fornito al debitore perché

⁶⁵² La norma parla anche di costi di produzione, ma si è usato il termine "utile" per escludere tale specificazione. Si veda il paragrafo 3.3. per maggiori dettagli.

⁶⁵³ Si veda paragrafo 3.3. per maggiori dettagli.

gestisca l'impresa al meglio: la prospettiva di potersi riappropriare dell'impresa una volta ottenuto il *discharge*, infatti, dovrebbe spingere costui a dedicare il giusto impegno al risanamento aziendale.

4.3.4.2.2. Il nuovo parametro di equità e il suo scostamento dalla APR

Si torni però alla deviazione dalla priorità assoluta.

In base al nuovo regime di approvazione mediante *cramdown*, l'effettivo rimborso dei creditori dipenderà, in concreto, da due fattori: la redditività dell'impresa e la somma che sarà destinata dall'autorità giudiziaria al sostentamento di debitore e famiglia. Dunque sì, la *APR* viene in effetti derogata, ma solo nella misura in cui il soddisfacimento effettivo raggiunto al termine del periodo di esecuzione risulti inferiore (e in qualche caso, verosimilmente, lo sarà) all'ammontare complessivo del credito detenuto.

Entro questi limiti, dunque la nuova soluzione rappresenta una distorsione dell'assetto concordato fra le parti in sede pre-fallimentare: non con riferimento alle prelazioni dei creditori garantiti, che, come si è visto, restano tutelate in modo identico alla procedura "normale"; bensì relativamente alla "*summa divisio*" fra creditori (globalmente intesi) e debitore. Il potere giudiziale di *cramdown*, infatti, consente a quest'ultimo di alterare la remunerazione del capitale come contrattualmente pattuita e di appropriarsi (seppur soltanto in fase iniziale e a fronte di un pesante bilanciamento) di una parte di utilità che, secondo la divisione dei diritti pre-insolvenza, spetterebbe ai creditori.

Il legislatore americano si mostra tuttavia cauto nell'adottare a quello che è, di fatto, un regime di *relative priority*, e predispone un correttivo, finalizzato a limitare la deviazione alla minima ampiezza necessaria per stimolare la collaborazione dell'imprenditore⁶⁵⁴.

⁶⁵⁴ Sembrerebbe quasi di scorgervi una certa analogia con le sentenze della Suprema Corte di inizio '900, che tentavano di porre degli argini alle *equity receiverships* fraudolente, autorizzando la partecipazione dei vecchi soci solo ove necessario e comunque in cambio di conferimenti di nuovo capitale. Si veda in proposito il capitolo 2.

L'anomalia è dunque corretta mediante la destinazione degli utili futuri ai creditori, ma ciò non è comunque sufficiente a garantire che essi recuperino integralmente le loro somme. Si potrebbe argomentare che una simile evenienza (cioè finanziatori non completamente soddisfatti) sarebbe possibile anche in conseguenza di una liquidazione o di qualunque altra modalità di soluzione della crisi (ad esempio piano consensuale o *cramdown* con *APR*), e che forse in tali casi il tasso di recupero sarebbe addirittura minore, dunque perché crucciarsi.

La differenza sta nel fatto che le altre ipotesi, in particolare le due proposte come termine di paragone, pur portando alla medesima conseguenza pratica, cioè la soddisfazione non integrale (e forse anche inferiore rispetto a quella oggetto di discussione) dei creditori, rappresentano alternativamente (e mai congiuntamente) la concretizzazione di una fra le seguenti opzioni: A) superare coattivamente il dissenso di una o più classi contrarie al piano (*cramdown* con *APR*); B) alterare l'assetto di diritti contrattualmente pattuiti, distorcendolo a favore del debitore (piano consensuale con simili previsioni).

Il meccanismo di *cramdown* introdotto dallo SBRA, invece, le attua entrambe congiuntamente, cioè altera i diritti pre-fallimentari dei creditori senza il loro consenso.

Si è però detto che, secondo la ricostruzione della *creditors' bargain theory*, l'assetto dei diritti concordato *ex ante* fra le parti può essere alterato, ma solo in funzione della massimizzazione del patrimonio, quindi solo se va a vantaggio degli stessi soggetti i cui diritti risultano violati⁶⁵⁵.

Relativamente al presente caso, tuttavia, ciò non avviene con certezza. Non è sicuro che si stiano sacrificando i diritti dei creditori “oggi” per garantire loro un maggior recupero “domani”. Non è certo perché la riorganizzazione è un nuovo investimento, e come tale potrebbe fallire, o essere meno redditizio del previsto.

Cosa fare dunque se, una volta costretti i creditori ad accettare una violazione dei propri diritti nella speranza che ciò si traduca in un vantaggio patrimoniale futuro, si realizzasse poi che sono stati coattivamente vincolati ad un'operazione non redditizia, che ha distrutto ancora più ricchezza di quanta non avesse già fatto prima? Come

⁶⁵⁵ Si veda paragrafo 4.2.1.

giustificare, in definitiva, il fatto che si siano obbligati dei creditori dissenzienti a partecipare ad una ristrutturazione che abbia poi condotto l'impresa ad una nuova crisi e ad una conseguente liquidazione con ritorni economici inferiori a quelli che avrebbe avuto il medesimo procedimento se fosse stato effettuato in principio, come voluto dai creditori dissenzienti? Come risponderebbe il sistema a tale evenienza?

L'interrogativo appena formulato, e lasciato aperto, può essere introdotto anche da una differente prospettiva. Nell'ottica di destinazione delle risorse al loro utilizzo più efficiente, chi, e come, valuta se l'azienda merita di essere salvata?

La suddetta questione costituisce il principale motivo per cui i finanziatori più rilevanti non sono generalmente inclini ad optare per la riorganizzazione delle piccole e medie imprese: la valutazione delle prospettive future dell'azienda richiede tempo e denaro, ma le pretese dei creditori e l'attivo patrimoniale sono spesso troppo esigui per rendere conveniente una simile ponderazione. La risposta all'interrogativo espresso in precedenza, che sembra emergere dal dato testuale della riforma è: l'autorità giudiziaria.

Se, difatti, i creditori non possono evitare che il piano sia omologato (se non in caso di mancata soddisfazione dei creditori garantiti in modo conforme alle previsioni della 11 U.S.C. § 1129(b)(2)(A)), le valutazioni di convenienza nei confronti tutti gli *stakeholders* e concreta fattibilità dello stesso, ricadono in capo al giudice. Sarà quindi lui a decidere, per conto dei creditori, che supportare la riorganizzazione risulti per loro maggiormente conveniente piuttosto che optare per la liquidazione immediata. Alla Corte, dunque, l'onere di esercitare quella funzione di "filtro", indispensabile per il conseguimento dell'efficienza *ex post*, fra aziende da destinare alla cessazione e realtà che, invece, meritano di essere salvate.

La stessa autorità si troverà inoltre a sciogliere un secondo nodo (certamente meno complesso del precedente, ma non necessariamente di facile soluzione): determinare la concreta misura delle somme che il debitore potrà trattenere per sé e per il mantenimento di eventuali soggetti a carico. Potrebbero entrare in gioco fattori quali precedente tenore di vita, specifiche esigenze personali (cure mediche, assistenza ecc...) o altro, che avrebbero il comune effetto di determinare l'effettiva quota destinata al

soddisfacimento dei creditori. E ancora, come trattare le opportunità di investimento? Potrebbero presentarsi, durante il periodo di esecuzione del piano, profittevoli occasioni di espandere il giro d'affari, che porterebbero benefici anche ai creditori. Eventuali spese effettuate con tale finalità sarebbero giustificate, o i vincoli legislativi costringerebbero l'impresa a perdere simili occasioni, per attenersi strettamente al dettato normativo?

Grande dunque il rilievo che la riforma dà al giudice, che si troverà in definitiva a decidere sia il destino dell'impresa, effettuando scelte quali la possibile conversione del caso da *reorganization* a *liquidation*, la nomina di eventuali comitati di controllo, la durata di esecuzione del piano (tre o cinque anni); che anche l'effettivo tasso di recupero dei creditori, trovandosi a dover determinare: la possibilità di ricorrere al *cramdown*, il termine finale dei pagamenti, e soprattutto la misura concreta del *disposable income*.

Oltre al giudice, torna grande protagonista anche il debitore, che potrà (almeno apparentemente) gestire piuttosto liberamente la procedura (seppur sotto la sorveglianza dell'autorità giudiziaria), per venire incontro alle proprie specifiche esigenze. Si nota, in tal senso, una certa somiglianza con il Chapter 11 delle origini⁶⁵⁶: torneranno dunque a manifestarsi le medesime storture degli anni '80? Si affaccia nuovamente lo spettro del ricorso strumentale alle procedure di insolvenza (c.d. *strategic bankruptcy*)⁶⁵⁷? Sarà il tempo a fornire la risposta.

Sono tuttavia possibili anche considerazioni di segno opposto. Il *discharge* viene concesso, in caso di autorizzazione "indotta", solo al termine di un periodo di tre o cinque anni in cui il debitore è costretto a destinare tutti gli utili, tranne il minimo indispensabile per il sostentamento suo e di eventuali soggetti a carico, ai creditori, nel tentativo di restituire loro la maggior parte possibile di quanto inizialmente fornitogli: un'eventuale interpretazione "restrittiva" del *disposable income* (cioè una che vada a limitare fortemente le somme attribuibili al debitore) potrebbe di fatto annichilire l'incentivo del debitore alla collaborazione (che potrebbe ritenere a quel punto più conveniente liquidare

⁶⁵⁶ Si veda paragrafo 4.1.

⁶⁵⁷ *Ibidem*.

tutto e trovarsi una nuova occupazione) e destinare l'impresa ad un nuovo, e stavolta irreversibile, fallimento⁶⁵⁸.

La pratica delle Corti fugherà o confermerà tali dubbi, ma vale la pena sottolineare, ancora una volta, come il ruolo giudiziale sembra profondamente enfatizzato da questo nuovo regime normativo.

Un'ultima considerazione sul nuovo assetto impostato dallo *SBRA*.

È indubbio che tale cambiamento avrà delle ricadute sulle scelte strategiche effettuate dalle parti coinvolte, in quanto lo scenario “*standard*” che prima era rappresentato dalla *APR* viene ora rimpiazzato dalla nuova forma di priorità, assimilabile ad un “*sell-the-business*” transitorio. La valutazione tattica dei creditori, dunque, terrà ora conto dell'eventualità che il debitore possa “costringerli” ad aderire ad una ristrutturazione in cui percepiranno tutti gli utili d'impresa. È dunque verosimile pensare che, qualora decidessero di sedersi ad un tavolo, tentando di raggiungere un accordo su un piano, utilizzerebbero il recupero atteso nello scenario “di *default*” come “punto di resistenza” (cioè importo sotto il quale non si è disposti a scendere) per la negoziazione.

I garantiti risulterebbero pienamente tutelati, eccezion fatta per le eventuali *deficiency claims*, perciò una soluzione consensuale, per risultare conveniente, dovrà loro garantire come minimo un ammontare di valore pari a quello del bene vincolato, più il ricavo medio atteso da tre anni (nello scenario peggiore) di riscossione degli utili dell'attività.

Per i chirografari, invece, l'aspettativa di recupero sarà costituita soltanto dalla stima dei guadagni percepiti durante il periodo di esecuzione del piano.

Sembrerebbe dunque, a prima vista, che un effetto di questo nuovo regime potrebbe essere quello di spingere tutti i soggetti detentori di pretese chirografarie ad effettuare una valutazione preventiva dei potenziali risultati economici dell'azienda riorganizzata, costituendo essa la base su cui, eventualmente, negoziare le distribuzioni all'interno di un piano consensuale.

⁶⁵⁸ Critica formulata da D.L. SWANSON, *Small Business Reorganization Act: A Great Law With A Major Flaw*, pubblicato in data 11/02/2020 su <https://mediatbankry.com/2019/10/17/small-business-reorganization-act-a-great-law-with-a-fatal-flaw/>; ultimo accesso 21.35 del 26/04/2020.

Si potrebbe ipotizzare, pertanto, che il velato intento della riforma fosse quello di predisporre adeguati incentivi per tutti gli *stakeholders*, affinché ognuno fosse spinto o agevolato a sedersi al tavolo delle trattative: da una parte, inducendo i finanziatori a stimare le potenzialità future dell'impresa, dall'altro, rendendo più conveniente per il debitore una soluzione consensuale della crisi. Se l'esito dovesse essere questo, il legislatore americano del 2019 avrà dato prova di grande lungimiranza.

Si riprende tuttavia una critica precedentemente formulata per evidenziare un possibile intoppo.

Si immagini che un debitore decida autonomamente (cioè senza concordarlo coi creditori) di ricorrere al *Subchapter V* e che riesca ad ottenere l'autorizzazione del piano mediante *cramdown*. Si supponga inoltre che, dopo qualche tempo, l'azienda riorganizzata si riveli inefficiente e che si debba aprire una nuova procedura concorsuale, ma stavolta di tipo liquidatorio. Alla conclusione della vicenda ci si renderà conto, non solo di aver "costretto" i creditori ad una scelta che potrebbe aver ulteriormente danneggiato il loro patrimonio, ma anche di averli spinti ad impiegare tempo e denaro nelle valutazioni delle potenzialità future di un'impresa che ha poi rivelato di non averne.

Ciò fa sorgere un ulteriore interrogativo, che si ricollega alla critica precedente: se i creditori, alla luce della stima da loro effettuata sulle prospettive di risanamento dell'azienda, concludessero che questa è inefficiente, come potrebbero tutelarsi? Esiste forse la possibilità che, nel corso degli anni, i finanziatori si ingegnino e riescano a strappare il controllo del procedimento al debitore, come già fatto col *Chapter 11* "tradizionale"⁶⁵⁹?

Gli interrogativi restano aperti: sarà il tempo a trovare le risposte.

4.3.5. Osservazioni conclusive sullo SBRA

A margine (e chiusura) delle numerose speculazioni effettuate, si reputa tuttavia opportuno ricordare che l'intervento legislativo è stato fondato su premesse che, a parere

⁶⁵⁹ Si veda paragrafo 4.1.

di chi scrive, denotano una profonda comprensione del problema cui si è tentato di porre rimedio. Il prodotto normativo che ne è poi concretamente risultato può certamente essere oggetto di critica, ma pare prematuro giungere a conclusioni, dopo neanche quattro mesi di operatività della nuova procedura.

Il periodo che ci si prospetta innanzi, seppur nella sua indescrivibile drammaticità, si candida ad essere un adeguato banco di prova per lo *SBRA*: sarà dunque possibile, fra non molto, formulare osservazioni più pertinenti in merito.

CAPITOLO 5 - LA “EU-RPR”

Come anticipato nel capitolo precedente, il dibattito relativo alle regole di priorità ha coinvolto anche la comunità scientifica europea, soprattutto a causa dell'introduzione di un nuovo tipo di parametro (denominato per comodità *EU-RPR*) da parte della Direttiva 1023/2019⁶⁶⁰.

In quest'ultima parte della trattazione si ripercorreranno brevemente le tappe che hanno portato l'Unione Europea all'adozione dell'atto normativo in questione, per poi dare spazio all'analisi del “*cross-class cram-down*”⁶⁶¹, che gli Stati Membri sono chiamati ad integrare nelle rispettive legislazioni di settore.

5.1. L'UE e l'insolvenza

Pur essendo un organismo nato con finalità prettamente economiche, l'interesse dell'Unione Europea per le procedure di insolvenza non è mai stato particolarmente intenso prima dell'ultimo decennio. Tale settore è infatti rimasto fino agli ultimi anni, almeno dal punto di vista sostanziale, per lo più di competenza degli Stati Membri. Le uniche iniziative di regolazione erano state prese al fine di facilitare la loro cooperazione in caso di insolvenze transfrontaliere e investivano perciò aspetti meramente procedurali⁶⁶².

Veri e propri tentativi di armonizzazione in questa branca del diritto sono invece piuttosto recenti e vedono un punto di partenza nella crisi economico-finanziaria scaturita in America nel 2007, le cui ripercussioni si sono tuttavia avvertite anche in Europa, portando migliaia di imprese alla cessazione e mettendo in seria difficoltà gli istituti di credito e persino gli Stati sovrani.

⁶⁶⁰ Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza) (G.U. L 172 del 26.6.2019, pag. 18). D'ora in avanti "Direttiva 1023/2019".

⁶⁶¹ Art. 11 Direttiva 1023/2019.

⁶⁶² Ci si riferisce al Regolamento (CE) n. 1346/2000 del Consiglio del 29 maggio 2000 relativo alle procedure di insolvenza (G.U. L 160 del 30.6.2000, pag. 1).

I primi inviti ad uniformare alcuni aspetti delle procedure d'insolvenza da un punto di vista sostanziale giungono agli Stati Membri tramite strumenti di *soft law*⁶⁶³, fra i quali particolare rilevanza assume la Raccomandazione della Commissione del 12 marzo 2014⁶⁶⁴, recante un invito a predisporre efficaci procedimenti finalizzati al tempestivo salvataggio delle aziende in crisi, ma ancora economicamente sostenibili (capaci cioè di produrre ricchezza), così da poter concedere agli imprenditori una seconda opportunità.

La (scarsa) ricezione dei contenuti non ha prodotto i risultati sperati, perciò la Commissione sembra aver ritenuto opportuno adottare un'iniziativa maggiormente vincolante: inizia così, tramite la presentazione della Proposta di Direttiva 2016⁶⁶⁵, il percorso che condurrà alla promulgazione della Direttiva 1023/2019⁶⁶⁶.

5.2 La Direttiva 1023/2019

5.2.1. Ragioni e obiettivi dell'intervento

La scelta dello strumento della Direttiva parrebbe motivato dall'intenzione di lasciare agli Stati Membri ampi margini di flessibilità, affinché l'attuazione possa tenere conto delle particolarità dei diritti nazionali. Si potrebbe forse avanzare l'ipotesi che l'UE abbia optato per la soluzione cogente meno "invasiva" possibile, considerato che tale settore, come si è visto, è storicamente rimasto sempre di competenza nazionale⁶⁶⁷.

⁶⁶³ Oltre all'atto citato nella nota successiva, si vedano: Risoluzione del Parlamento europeo del 15 novembre 2011 sulle raccomandazioni alla Commissione sulle procedure d'insolvenza nel contesto del diritto societario dell'UE (2011/2006(INI)) (2013/C 153 E/01); e Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio e al Comitato Economico e Sociale Europeo, "Un nuovo approccio europeo al fallimento delle imprese e all'insolvenza", del 12.12.2012, (COM(2012) 742).

⁶⁶⁴ Raccomandazione della Commissione, del 12 marzo 2014, su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza (2014/135/UE) (G.U. L 74 del 14.3.2014, pag. 65).

⁶⁶⁵ Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22.11.2016, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la direttiva 2012/30/UE (COM(2016) 723).

⁶⁶⁶ Si veda la prima nota del capitolo 5.

⁶⁶⁷ Come stabilito dall'art. 2 TFUE, la potestà legislativa dell'Unione Europea è basata sul "principio di competenza": può cioè intervenire solo nelle materie e con le modalità indicate dai trattati. In merito a

La Proposta enuncia due obiettivi interdipendenti come finalità della propria azione: il primo, più specifico, è fissare un quadro comune in tema di procedure concorsuali, al fine di renderle più efficienti e più coerenti⁶⁶⁸; il secondo, di carattere più generale, alla cui luce il legislatore europeo giustifica la presente produzione normativa, è rimuovere gli ostacoli al libero flusso dei capitali nel mercato unico⁶⁶⁹.

Riguardo al primo, è stato ritenuto opportuno definire una serie di standard comuni al fine di agevolare la ristrutturazione preventiva delle imprese in crisi, cioè quella effettuata al manifestarsi delle prime avvisaglie di un andamento economico negativo. La motivazione portante è costituita dal fatto che affrontando le difficoltà in una fase precoce, si possano aumentare le probabilità di successo del *turnaround*⁶⁷⁰.

Obiettivo dell'intervento europeo sarebbe perciò indurre gli Stati Membri a dotarsi di procedure di ristrutturazione rapide ed efficienti, cui il debitore possa accedere in uno stadio iniziale della crisi per avere più probabilità di uscirne con successo: ciò consentirebbe la prosecuzione dell'attività e la conservazione dell'impiego per milioni di lavoratori, con externalità positive di carattere sia economico che sociale⁶⁷¹.

ciò, si nota come i profili sostanziali delle procedure di insolvenza non rientrino espressamente fra le competenze attribuite al legislatore europeo (si veda in proposito l'art. 2 TFUE): non a caso, nei Considerando della Direttiva, si giustifica l'intervento normativo alla luce di una competenza esclusiva dell'UE, ovvero la tutela della libera circolazione dei capitali (art. 63 TFUE) e del diritto di stabilimento dei lavoratori e delle imprese (artt. 49 ss. TFUE). Si veda in merito il Considerando 1, Direttiva (UE). 1023/2019). Tenendo a mente tali circostanze, si può forse interpretare la scelta di utilizzare uno strumento meno "invasivo" del Regolamento come una forma di consapevolezza del fatto che la definizione delle competenze UE riguardo al diritto della crisi non appaia poi così nitida. Un minore grado di cogenza potrebbe dunque essere stato preferito per evitare ricorsi alla Corte di Giustizia. È tuttavia ipotizzabile una spiegazione alternativa, basata stavolta sul *principio di proporzionalità* (art. 5 TFUE). In tale ottica, la scelta della forma della Direttiva potrebbe ritenersi motivata dalla volontà di introdurre modifiche alle varie normative nazionali in maniera più graduale, considerando che le esperienze giuridiche degli Stati Membri differiscono molto fra loro e che dunque un regime "non-opzionale" e identico per tutti (come sarebbe stato nel caso si fosse adottato un Regolamento) avrebbe creato grosse difficoltà di ricezione. Quest'ultima versione è peraltro quella "ufficiale", fornita dalla Commissione stessa nella Proposta di Direttiva (UE) del 22.11.2016 (COM(2016) 723).

⁶⁶⁸ Proposta di Direttiva (UE) del 22.11.2016 (COM(2016) 723).

⁶⁶⁹ *Ibidem*.

⁶⁷⁰ Teoria supportata anche dalla letteratura scientifica: si veda in merito M. BISOGNO, R. DE LUCA, *Bankruptcy Efficiency and Indirect Costs in Italian SMEs: a Temporal Approach*, in *International Journal of Business Research and Development*, 2014, Vol. 3 No. 2, pp. 12-27.

⁶⁷¹ Proposta di Direttiva (UE) del 22.11.2016 (COM(2016) 723).

Lo sforzo normativo da solo, tuttavia non è sufficiente. La Direttiva sembra difatti volta anche ad incoraggiare un “cambiamento di prospettiva” nei confronti dell’insolvenza: da un lato spingendo gli imprenditori a considerare le procedure giudiziali come strumenti di aiuto e protezione nei confronti delle avversità; dall’altro combattendo la stigmatizzazione sociale del “fallito” e promuovendo invece parallelamente la cultura della "seconda opportunità"⁶⁷².

Per quanto concerne il secondo obiettivo, invece (libera circolazione dei capitali), le istituzioni UE hanno osservato come la discronia (e, in certi casi, inefficienza) fra le varie normative statali possa costituire un freno agli investimenti da parte di soggetti provenienti da ordinamenti extra-europei. Uno scenario frammentato renderebbe complesso per gli investitori stimare adeguatamente il rischio di credito, e questo genererebbe una minore attrattività per i capitali esteri. Un quadro comune in tema di ristrutturazione sarebbe perciò in grado di contrastare questo fenomeno e agevolare l’afflusso e il movimento di risorse nell’Unione⁶⁷³.

Inoltre, la Commissione ha posto l’accento sul ruolo degli istituti di credito, principali finanziatori delle imprese e perno del sistema economico attuale. In virtù del proprio ruolo, essi costituiscono i soggetti più interessati al miglioramento delle procedure concorsuali: operare in tal senso potrebbe dunque garantire loro maggiori tassi di recupero sui crediti deteriorati e causare potenzialmente un calo dei tassi di interesse sul capitale di debito delle imprese⁶⁷⁴.

5.2.2. Il testo della Direttiva 1023/2019⁶⁷⁵

Il testo⁶⁷⁶ si compone di trentasei articoli, le cui previsioni sono volte non solo a disciplinare i quadri di ristrutturazione preventiva, ma anche a dettare, più in generale,

⁶⁷² *Ibidem*.

⁶⁷³ *Ibidem*.

⁶⁷⁴ *Ibidem*.

⁶⁷⁵ D'ora in poi indicato con la denominazione abbreviata di "Direttiva".

⁶⁷⁶ Art. 1 Direttiva 1023/2019.

principi applicabili alle procedure che conducono all'esdebitazione dei soggetti insolventi che esercitano un'attività economica⁶⁷⁷.

La Direttiva è divisa in sei titoli⁶⁷⁸, di cui il più rilevante ai fini della presente trattazione è il secondo⁶⁷⁹, rubricato “quadri di ristrutturazione preventiva”, che contiene le prescrizioni più specifiche riguardo alla suddetta procedura. Fra queste, all'articolo 11⁶⁸⁰, si trova anche il secondo oggetto di indagine dell'elaborato, cioè la formulazione della *EU-RPR*⁶⁸¹.

Il Titolo II, fra le altre prescrizioni, impone agli Stati Membri di predisporre un procedimento di ristrutturazione “per classi”, che consenta al debitore di rinegoziare l'ammontare e le caratteristiche del capitale di debito, con il consenso dei titolari delle pretese corrispondenti⁶⁸².

Fra gli standard minimi che il legislatore europeo ha ritenuto doveroso integrare nel delineare l'istituto, vi è la necessità di adottare un meccanismo che consenta l'omologazione del piano anche qualora non siano raggiunte in tutte le classi le maggioranze richieste per l'adozione consensuale dello stesso, superando così eventuali dissensi ostruzionistici espressi da una o più classi di creditori⁶⁸³.

Lo strumento in questione è stato denominato “*cross-class cram-down*”⁶⁸⁴ ed ha un funzionamento molto simile al “*cram-down*” del *Chapter 11*, di cui si è trattato nel capitolo 3; tuttavia, seppur simili nelle logiche di applicazione, le due soluzioni differiscono nei presupposti che ne legittimano l'esercizio, in particolare riguardo al

⁶⁷⁷ A discrezione degli Stati Membri esse potranno essere anche estese alle persone fisiche insolventi che non esercitano un'attività economica. Così *ex art.* 1(4) Direttiva 1023/2019.

⁶⁷⁸ Titolo I "Disposizioni generali"; Titolo II "Quadri di ristrutturazione preventiva"; Titolo III "Esdebitazioni e interdizioni"; Titolo IV "Misure per aumentare l'efficienza delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione"; Titolo V "Monitoraggio delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione"; Titolo VI "Disposizioni finali".

⁶⁷⁹ Artt. 4-19 Direttiva 1023/2019.

⁶⁸⁰ Art. 11(1)(c) Direttiva 1023/2019.

⁶⁸¹ Si è già accennato preliminarmente al concetto di *EU-RPR* nel paragrafo 4.1. Si rimanda perciò a tale porzione dell'elaborato per le informazioni introduttive in merito. Nel presente capitolo, invece, ci si occuperà di analizzarne nel dettaglio la formulazione letterale.

⁶⁸² Per le piccole e medie imprese è tuttavia lasciata la possibilità ai legislatori nazionali di consentire ristrutturazioni con raggruppamento dei creditori in un'unica classe. Si veda in merito art. 9(4) comma 3.

⁶⁸³ Considerando 54 e 55 della Direttiva 1023/2019.

⁶⁸⁴ Art. 11 Direttiva 1023/2019.

requisito di *fairness*. Si è già anticipato nel capitolo precedente come la scelta dell'UE, in merito, sia caduta su una forma di *relative priority*⁶⁸⁵, distaccandosi perciò in questo dall'esperienza statunitense, che è invece legata al rigoroso rispetto della priorità assoluta.

Come noto, la scelta ha alimentato un vivace dibattito in seno alla comunità accademica, di cui si darà conto nel prosieguo del capitolo. Prima di approfondire tale aspetto, però, si ritiene necessario illustrare i tratti salienti della procedura di ristrutturazione per classi delineata nella Direttiva.

5.2.3. La ristrutturazione per classi secondo la Direttiva

Come anticipato nel capitolo 1, le procedure di ristrutturazione prevedono generalmente la rinegoziazione dei debiti fra imprenditore e creditori e la successiva cristallizzazione degli accordi raggiunti in un piano, che viene poi sottoposto al voto dei creditori coinvolti e ad un successivo vaglio giudiziale che, a seconda dei casi, investirà aspetti procedurali e/o sostanziali. Il superamento con successo di entrambe le fasi condurrà il piano ad essere omologato e le operazioni ivi indicate potranno essere eseguite⁶⁸⁶.

Il modello di ristrutturazione per classi introdotto dalla Direttiva si conforma al suddetto schema, ma, ispirandosi al *Chapter 11*, propone anche un'innovativa (per molti Stati Membri) ⁶⁸⁷ modalità “non-consensuale” ⁶⁸⁸ di omologazione del piano. Il procedimento risulta perciò biforcuto in due percorsi alternativi: il primo è quello “tradizionale”, cioè adozione del piano mediante voto favorevole della maggioranza dei creditori in ciascuna classe come richiesta dal singolo Stato Membro (il *quorum* minimo è comunque stabilito come approvazione, all'interno di ciascuna classe, da parte di

⁶⁸⁵ Art. 11(1)(c) Direttiva 1023/2019.

⁶⁸⁶ Si veda paragrafo 1.5.

⁶⁸⁷ Tema trattato più diffusamente nel paragrafo 5.4.

⁶⁸⁸ La denominazione è personale e si riferisce al fatto che l'omologazione venga effettuata anche senza il raggiungimento del *quorum* di approvazione.

almeno il 50%+1 dei crediti)⁶⁸⁹; il secondo è l'adozione tramite *cross-class cram-down*, che consente l'omologazione del piano anche qualora il *quorum* non sia stato raggiunto (cioè ove una o più classi di creditori avessero espresso dissenso)⁶⁹⁰.

In entrambi i casi l'omologazione definitiva sarà tuttavia concessa da un'autorità pubblica (giudiziaria o amministrativa), il cui assenso è subordinato al rispetto di precisi requisiti di omologazione⁶⁹¹. Funzione di tali indicatori è assicurare la correttezza del tentativo di ristrutturazione per classi, sia dal punto di vista procedurale che da quello sostanziale, e sono i medesimi per entrambe le tipologie di omologazione (consensuale e non), fatta eccezione per uno: il raggiungimento del *quorum* nelle votazioni⁶⁹². Ci si sofferma brevemente su questa tematica.

5.2.3.1. I requisiti di omologazione

La Direttiva impone agli Stati Membri di subordinare l'omologazione dei piani di ristrutturazione alla verifica, da parte dell'autorità pubblica, del soddisfacimento di alcuni requisiti minimi. Il testo specifica, in verità, che una simile indagine non è sempre richiesta: lo diventa, però, in una serie di casi⁶⁹³, fra cui il più rilevante ai fini della trattazione è ove si voglia rendere vincolante il piano anche per le parti coinvolte e pregiudicate (nel senso di “*impaired*”) e dissenzienti rispetto all'adozione dello stesso⁶⁹⁴. In altre parole, qualora vi sia anche un solo creditore pregiudicato dalle condizioni di ristrutturazioni proposte e dissenziente rispetto alle stesse, il vaglio dell'autorità si rende

⁶⁸⁹ Si vedano artt. 9 e 10 Direttiva 1023/2019. L'art. 9 richiede che per l'omologazione del piano in via consensuale sia necessario il voto favorevole da parte di tutte le classi, ma lascia agli Stati Membri la facoltà di definire liberamente il *quorum* interno per determinare l'approvazione di una singola classe, purché questo si collochi fra un minimo di 50%+1 dell'importo dei crediti ed un massimo del 75%.

⁶⁹⁰ Si veda art. 11 Direttiva 1023/2019.

⁶⁹¹ Si vedano artt. 10 e 11 Direttiva 1023/2019.

⁶⁹² Art. 11 Direttiva 1023/2019.

⁶⁹³ Si veda Art. 10 Direttiva 1023/2019. Gli altri due casi di necessità del vaglio dell'autorità pubblica non riportati nel testo sono: piani di ristrutturazione che prevedono nuovi finanziamenti (Art. 10(1)(b)); piani di ristrutturazione che comportano la perdita di più del 25 % della forza lavoro, se tale perdita è ammessa dal diritto nazionale (Art. 10(1)(c)).

⁶⁹⁴ Art. 10(1)(a) Direttiva 1023/2019.

necessario per garantire che il procedimento si sia correttamente svolto nei suoi confronti e poterlo così vincolare al rispetto delle previsioni del piano.

La disciplina europea⁶⁹⁵ impone che almeno le seguenti condizioni⁶⁹⁶ debbano essere soddisfatte (congiuntamente) affinché l'omologazione possa essere concessa:

A. conformità all'articolo 9: le prescrizioni minime di questa disposizione impongono che al debitore sia sempre concessa la facoltà di presentare un piano, che tutte le parti pregiudicate⁶⁹⁷ dalle disposizioni abbiano avuto la possibilità di votare⁶⁹⁸, che i titolari delle pretese siano stati divisi in classi separate, al fine di raggruppare creditori con posizioni giuridiche e interessi omogenei⁶⁹⁹ e, infine, che le maggioranze necessarie all'approvazione del piano siano state raggiunte⁷⁰⁰.

B. divieto di discriminazione fra creditori all'interno di una medesima classe: non è permesso assegnare trattamenti deteriori ad alcuni e migliori ad altri all'interno della stessa classe⁷⁰¹.

C. corretto svolgimento della procedura di notifica della proposta di piano a tutti le parti coinvolte, secondo la legge nazionale⁷⁰².

D. superamento del *best-interest-of-creditors'* test nei confronti di tutti i singoli creditori dissenzienti: il trattamento economico ricevuto secondo le previsioni del piano non può essere inferiore a quello di cui avrebbero goduto nello scenario alternativo realisticamente più probabile (che potrebbe essere non solo una

⁶⁹⁵ Art. 10(2) Direttiva 1023/2019.

⁶⁹⁶ Sono di seguito riportati solo i requisiti più strettamente legati all'oggetto della trattazione. Per l'elenco completo, si veda art. 10 Direttiva 1023/2019.

⁶⁹⁷ Come nel diritto USA, qualsiasi modifica dei diritti è *impairing*, anche solo una dilazione nei termini per l'adempimento. Così in T. RITCHER, A. THERY, *Guidance Note on the Implementation of Preventive Restructuring Frameworks under EU Directive 2019/1023: Claims, Classes, Voting, Confirmation and the Cross-Class Cram-Down*, INSOL Europe, April 2020.

⁶⁹⁸ L'art. 9(3) Direttiva 1023/2019 prevede tuttavia che le discipline nazionali possano decidere di escludere alcune categorie di stakeholders dal voto sul piano, in particolare: i detentori di strumenti di capitale, i creditori i cui crediti hanno rango inferiore ai crediti vantati dai creditori non garantiti nel normale grado di priorità di liquidazione; qualsiasi parte correlata con il debitore o con la sua impresa che presenti un conflitto di interessi a norma del diritto nazionale.

⁶⁹⁹ Nello specifico, l'art. 9(4) Direttiva 1023/2019 richiede che siano state definite almeno due categorie, destinate a separare chirografari e garantiti. Inoltre, il comma 3 dello stesso articolo consente agli Stati di prevedere eccezioni in tal senso per le piccole e medie imprese, affinché sia loro consentito di effettuare ristrutturazioni "monoclasse".

⁷⁰⁰ Art. 10 Direttiva 1023/2019.

⁷⁰¹ Art. 10(2)(b) Direttiva 1023/2019.

⁷⁰² Art. 10(2)(c) Direttiva 1023/2019.

liquidazione atomistica, ma anche, ad esempio, una cessione d'azienda, un piano di ristrutturazione concorrente supportato da molti interessati ecc...) ⁷⁰³. Al fine di distinguere questo tipo di garanzia rispetto alle forme di *best-interest-of-creditors'* test che prendono in considerazione solo il valore di liquidazione come soglia di protezione minima, alcuni autori hanno proposto la denominazione "sintetica" di "REAL" ("*returns in realistic alternative*") test⁷⁰⁴. Per non confondere le due tutele, si utilizzerà tale acronimo nel prosieguo della trattazione.

E. test di fattibilità economica: l'autorità giudiziaria o amministrativa ha la facoltà di rifiutare l'omologazione ove il piano risulti «*privo della ragionevole prospettiva di impedire l'insolvenza del debitore o di garantire la sostenibilità economica dell'impresa*»⁷⁰⁵.

5.2.3.2. Il "cross-class cram-down"

Un sistema che permette ad uno o pochi soggetti di esercitare un veto rispetto ad una determinata proposta, incoraggia costoro allo sfruttamento della propria posizione al fine di ottenerne vantaggi personali: da questa circostanza discendono i problemi di *hold-out*. Inoltre, fissare soglie di consenso troppo alte (ad esempio, vicine all'unanimità) rende concretamente difficile l'approvazione dei piani di ristrutturazione, mettendo così a rischio la fattibilità dell'intera operazione⁷⁰⁶.

Scongiurare simili rischi è essenziale per assicurare un'efficiente allocazione delle risorse ed è proprio a questa logica che risponde l'imposizione del principio democratico nell'approvazione delle proposte di ristrutturazione. Stabilendo, infatti, che non sia

⁷⁰³ Art. 10(2)(d) Direttiva 1023/2019.

⁷⁰⁴ Denominazione proposta in I. TIRADO, R. MOKAL, *Has Newton had his day? Relativity and realism in European restructuring*, in *Eurofenix*, Vol. 74, 2019, pp. 20-23.

⁷⁰⁵ Art. 10(3) Direttiva 1023/2019. Testo tratto dal medesimo articolo.

⁷⁰⁶ In tal senso sia L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C. G. PAULUS, I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, op. cit., che il Considerando 47 della Direttiva (UE) 1023/2019. Nella stessa ottica si può inoltre interpretare il dettato normativo dell'art. 9 Direttiva (UE) 1023/2019, che impone delle soglie massime per la determinazione del *quorum* necessario all'omologazione consensuale dei piani di ristrutturazione.

necessaria l'unanimità all'interno di ogni classe per manifestare un assenso, si contrasta la tendenza all'*individual hold-out* e si permette di vincolare, previa verifica del *best-interest-of-creditors*, il dissenso opportunistico al rispetto delle nuove disposizioni.

Una *ratio* simile ispira l'utilizzo dei meccanismi di *cram-down*, volti a contrastare le strategie di *hold-out* quando vengono messe in atto da intere classi di titolari di pretese. La Direttiva ha ritenuto necessario introdurre questo strumento all'interno degli ordinamenti nazionali europei⁷⁰⁷ ma, come anticipato, ha anche scelto di discostarsi dall'esperienza statunitense in merito.

Nell'ipotesi in cui il piano proposto non abbia raccolto sufficienti consensi, ma integri tutti gli altri requisiti sopra esposti, questo potrà essere comunque omologato tramite l'esercizio del *cross-class cram-down*, previa verifica, da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa, dell'equità (*fairness*) del trattamento riservato alle classi dissenzienti⁷⁰⁸.

Sono in tal caso previsti dei parametri aggiuntivi da rispettare: l'articolo 11 impone difatti all'autorità pubblica di verificare che (congiuntamente):

A. sia stata raggiunta una soglia di consenso minimo attraverso le votazioni (c.d. *minimum support test*). In proposito, la Direttiva lascia agli Stati la libertà di scegliere fra i seguenti criteri: o accertarsi che almeno la maggioranza delle classi si sia espressa a favore, fra le quali necessariamente una di creditori garantiti o comunque sovraordinati rispetto alla categoria dei chirografari; oppure constatare che almeno una classe di creditori (il testo esclude esplicitamente il debitore e gli azionisti) pregiudicata (*impaired*) e *in-the-money* (cioè una cui spetterebbero utilità secondo l'ordine di soddisfazione delle pretese di stampo liquidatorio, in base al diritto nazionale) relativamente alla valutazione dell'impresa in attività (quindi considerando anche il *surplus* da ristrutturazione)⁷⁰⁹.

⁷⁰⁷ Si leggano congiuntamente i Considerando 47 e 49 della Direttiva (UE) 1023/2019.

⁷⁰⁸ Si veda art. 11 Direttiva 1023/2019.

⁷⁰⁹ Art. 11(1)(b) Direttiva 1023/2019.

B. sia assicurata l'equità del piano nei confronti delle classi che non l'hanno approvato (c.d. *fairness test* o “test di equità”⁷¹⁰). Tale operazione richiede a sua volta una triplice indagine:

1. verificare che il trattamento proposto nei confronti della classe dissenziente rispetti la regola di priorità prescelta dallo Stato Membro ⁷¹¹. In proposito la Direttiva consente ai Legislatori nazionali di utilizzare, alternativamente, o la "classica" *APR*⁷¹² oppure una nuova tipologia di approccio, cioè la *EU-RPR* (che sembra essere indicata come opzione "standard")⁷¹³. Questa seconda opzione impone che, ai fini dell'esercizio del *cram-down* nei confronti di una classe, le sia stato riservato un trattamento «più favorevole» delle subordinate⁷¹⁴.

2. verificare che sia rispettato il divieto di "iper-compensazione": cioè far sì che nessuna classe sia destinata a ricevere un valore superiore all'importo totale della sua pretesa⁷¹⁵ (comprese le spese sostenute a causa della procedura).

3. verificare che non vi sia stata discriminazione fra creditori di pari rango: il valore assegnato a due classi diverse ma aventi lo stesso grado di priorità deve essere in proporzione lo stesso (tassi di recupero equivalenti), salvo consenso⁷¹⁶.

La Direttiva consente perciò agli Stati Membri di adottare uno standard di priorità completamente nuovo e alternativo alla *APR*, rendendo così possibile il superamento del dissenso di una classe qualora il suo trattamento risulti «più favorevole» rispetto a quello attribuito alle sue subordinate. Sfortunatamente, pur avendo proposto un approccio dalla forte carica innovativa, non si rinvencono nel testo dell'atto (né fra le disposizioni, né fra

⁷¹⁰ Denominazione e ricostruzione teorica proposte in T. RITCHER, A. THERY, *Guidance Note on the Implementation of Preventive Restructuring Frameworks under EU Directive 2019/1023: Claims, Classes, Voting, Confirmation and the Cross-Class Cram-Down*, op. cit.

⁷¹¹ Interpretazione proposta *ibidem*.

⁷¹² Art. 11(2) Direttiva 1023/2019.

⁷¹³ Art. 11(1)(c) Direttiva 1023/2019.

⁷¹⁴ Testo citato da art. 11(1)(c) Direttiva 1023/2019.

⁷¹⁵ Art. 11(1)(d) Direttiva 1023/2019.

⁷¹⁶ Art. 10(2)(b) Direttiva 1023/2019. Benché già menzionato altrove, il parametro è stato qui richiamato in quanto parte integrante del *fairness test* secondo la ricostruzione proposta da T. RITCHER, A. THERY, *Guidance Note*, op. cit.

i *Considerando*) ulteriori specificazioni, che avrebbero potuto risultare utili nel chiarificare il funzionamento del suddetto schema.

Tuttavia, forse consapevoli delle resistenze che una regola di priorità totalmente nuova avrebbe potuto suscitare presso alcune giurisdizioni, l'UE ha lasciato agli Stati membri la facoltà di utilizzare anche la più nota *APR*. Inoltre, nel caso la scelta di un ordinamento dovesse ricadere su quest'ultima, l'articolo 11(2) prevede anche la possibilità di «*mantenere o introdurre disposizioni*» in deroga alla priorità assoluta, «*qualora queste siano necessarie per conseguire gli obiettivi del piano di ristrutturazione*», purché esso non pregiudichi «*ingiustamente i diritti o gli interessi delle parti interessate*»⁷¹⁷.

In altre parole, le deviazioni dalla *absolute priority* sembrano essere consentite qualunque sia il regime prescelto.

5.3 Il funzionamento della EU-RPR

Come anticipato sopra, il testo normativo non offre ulteriori spiegazioni in merito al significato concreto da attribuire all'espressione «*più favorevole*», indicata dall'art. 11 come concetto fondante della *EU-RPR*.

Data l'assenza di una "interpretazione autentica", si tenta perciò di desumerne il funzionamento attraverso l'analisi dei contributi scientifici pervenuti in seguito all'adozione della Direttiva.

Si procederà prima all'analisi del parametro di equità nei confronti delle classi di creditori e in seguito rispetto al debitore: una simile scelta sembra opportuna alla luce delle difficoltà, cui si darà conto nel prosieguo della trattazione, poste dal confronto fra le diverse tipologie di pretese che caratterizzano i soggetti menzionati in precedenza.

5.3.1. Il trattamento *più favorevole* tra classi di creditori

⁷¹⁷ Testo citato dall'art. 11(2) comma 2 Direttiva 1023/2019.

5.3.1.1. La superiorità “semplice” del tasso di recupero dei crediti

Secondo alcuni, il trattamento *più favorevole* da assicurare alle classi dissenzienti andrebbe interpretato come tasso di recupero del credito “meramente” superiore rispetto alle relative subordinate⁷¹⁸.

Questo requisito andrebbe poi ad operare congiuntamente al *REAL* test ed al principio di non discriminazione fra creditori della stessa categoria, nel determinare il minimo grado di soddisfazione necessario per il superamento del *fairness test*⁷¹⁹. Si illustra la dinamica della tutela⁷²⁰.

Per applicare la *EU-RPR*, è necessario scindere idealmente il valore dell’impresa in due componenti: la prima è la misura che esso assumerebbe nel “*best alternative scenario*” (*REAL* test); la seconda, invece, è il *surplus* da ristrutturazione prodotto dalla cooperazione delle parti coinvolte, che costituisce anche la piattaforma negoziale della ristrutturazione.

La soglia minima per l’allocazione delle risorse è determinata dal *REAL* test: il valore dell’impresa nello scenario alternativo più probabile costituirà difatti la base su cui costruire le assegnazioni del piano. Tale porzione di utilità dovrà essere ripartita secondo i canoni propri dello specifico *best alternative scenario* preso in considerazione (che saranno, ad esempio, lo stretto rispetto dell’ordine delle priorità, in caso di liquidazione di qualsiasi tipo, oppure le assegnazioni fatte dal piano concorrente, ove ve ne fosse uno). Fissati così i valori-limite, sarà poi possibile negoziare la distribuzione delle risorse derivanti dal *surplus* da ristrutturazione: la loro ripartizione non dovrà seguire schemi preimpostati e sarà perciò liberamente trattabile fra le parti, purché l’assetto finale integri il requisito del trattamento *più favorevole* nei confronti delle eventuali classi dissenzienti. Ciò significa, secondo l’interpretazione presentata, che la

⁷¹⁸ S. MADAUS, *Is the Relative Priority Rule Right for Your Jurisdiction? A Simple Guide to RPR*, Working Paper 2020-1, January 2020.

⁷¹⁹ *Ibidem*.

⁷²⁰ Rielaborazione personale, ispirata dalla lettura di S. MADAUS, *Is the Relative Priority Rule Right for Your Jurisdiction? A Simple Guide to RPR*, op. cit.

loro percentuale di recupero dovrà risultare: maggiore o uguale a ciò che avrebbero percepito nello scenario alternativo (*REAL test*), strettamente maggiore rispetto al tasso di recupero delle classi subordinate (*EU-RPR*) e almeno a pari a quello delle classi di pari grado⁷²¹. Inoltre, per superare integralmente il test di equità, nessuna delle classi sovraordinate dovrà risultare iper-compensata⁷²².

Si sintetizzano tutti i requisiti in un esempio⁷²³.

Si ponga l'esistenza di un'impresa in crisi con valore totale residuo 100, verso cui quattro creditori (A, B, C e D) vantano ognuno una pretesa di 100. Si ipotizzi inoltre che ognuno di loro rappresenti un'intera classe e che essi abbiano fra loro gradi di priorità diversa, con gerarchia discendente in base all'ordine alfabetico, di modo che A sia un prelatizio, B e C due chirografari di pari grado, e D un subordinato.

Si immagini che tutti loro abbiano facoltà di presentare un piano e che siano unanimemente concordi nel voler escludere il debitore da qualsiasi assegnazione, in quanto oltre ad essere considerato inutile ai fini della ristrutturazione, il valore dell'impresa, anche in regime di continuità (100), non sarebbe sufficiente a permettergli di vantare diritti sul patrimonio (attivo totale residuo 100, contro un passivo di 400).

Si ponga poi che le negoziazioni fra i creditori si stiano svolgendo dopo aver ricevuto un'offerta di acquisto dell'intera azienda per un totale di 60 e che questa rappresenti la migliore alternativa disponibile. Si ipotizzi inoltre che in base ai particolari accordi stipulati fra i creditori, il ricavato ottenuto dalla cessione sarebbe stato diviso nel modo seguente: ad A, prelatizio, 40, a B e C, chirografari, un recupero di 10 ciascuno, e niente a D, subordinato.

Si immagini ora che l'esito delle trattative abbia portato D a presentare un piano che proporrebbe di destinare 45 ad A (tasso di recupero del 50%), 20 a B (20%), 21 a C (21%), 14 a D (14%), e che l'esito delle votazioni veda tutti favorevoli tranne C (chirografario).

⁷²¹ Ricostruzione proposta *ibidem*.

⁷²² Si veda in merito il paragrafo precedente.

⁷²³ Esempio tratto da S. MADAUS, *Is the Relative Priority Rule Right for Your Jurisdiction? A Simple Guide to RPR*, op. cit. e rielaborato.

Si analizzi ora la situazione (unicamente alla luce dei requisiti del test di equità) al fine di stabilire l'esito di una eventuale richiesta di *cram-down* da parte di D.

In merito al divieto di sovra-compensazione, nessuna censura potrebbe essere mossa: tutti sono destinatari di un valore inferiore al totale del proprio credito (100).

Riguardo alla non discriminazione fra pari grado, si nota che B sarebbe in grado di sollevare una fondata obiezione in merito, in quanto gli è riservato un trattamento meno favorevole (20%) del creditore C (21%), di pari grado; nulla invece potrebbe essere recriminato dagli altri, in quanto i loro diritti di priorità sono diversi.

Per quanto concerne la *EU-RPR*, invece, tutte le distribuzioni proposte la rispetterebbero: si osserva infatti come il tasso di recupero di A (45%) sia maggiore di quello di tutti i suoi subordinati (il più alto è il 21% di C); e come i tassi di B e C (20% e 21%) siano entrambi maggiori di quello di D (14%).

All'ipotetica "udienza di conferma", il piano verrebbe perciò omologato, in quanto tutti i requisiti risultano integrati nei confronti di C.

5.3.1.2. La superiorità "qualificata" del tasso di recupero dei crediti

È stata tuttavia suggerita un'altra modalità per stabilire il rispetto della *EU-RPR* fra creditori: si tratta della superiorità "qualificata" del tasso di recupero⁷²⁴.

Questa seconda opzione è strettamente legata al calcolo dei tassi di recupero dei creditori nel migliore scenario alternativo (*REAL*) e propone difatti di far rispettare le differenze che si verrebbero ivi a creare fra i tassi di recupero delle varie classi di creditori.

Scendendo più nel dettaglio, l'operazione dovrebbe svolgersi in due fasi.

La prima prevede di effettuare una stima del probabile recupero di ognuna delle parti nello scenario alternativo (*REAL test*). Ciò determinato, bisognerebbe poi calcolare il

⁷²⁴ Interpretazione proposta in R. Mokal, *APR v. RPR*, in *19th Annual III Conference*, Barcelona, Spain 17-18 June 2019.

tasso di recupero di ognuna delle classi nella suddetta circostanza e confrontare i risultati fra loro⁷²⁵.

La seconda, vede invece l'attenzione focalizzarsi sulla differenza fra i diversi tassi di recupero: lo scarto fra essi dovrà essere rispettato dalle assegnazioni proposte all'interno del piano, affinché quest'ultimo possa essere omologato mediante *cram-down*⁷²⁶.

Si fornisce un'esemplificazione per chiarire quanto illustrato.

Esempio

Sia data un'impresa ristrutturanda di valore stimato 100, verso cui tre creditori A, B, e C vantano ognuno una pretesa di 40. I tre soggetti, inoltre, godono di priorità diverse: A è difatti un privilegiato, B un chirografario, C un subordinato.

Si ipotizzi poi che il concretizzarsi dello scenario *REAL* farebbe assumere all'impresa un valore complessivo di 60, che, in base ai diritti di priorità esistenti, determinerebbe le seguenti soglie minime di soddisfazione: 30 per A, 20 per B, 10 per C⁷²⁷. I tassi di recupero nella suddetta ipotetica realtà sarebbero dunque 75% per A, 50% per B, 25% per C; e le relative differenze: 25% fra A e B, 25% fra B e C; 50% fra A e C⁷²⁸.

⁷²⁵ Si immagini, per esempio, che dal suddetto confronto emerga che in un determinato scenario *REAL*, una classe di creditori sovraordinata "A" riesca a recuperare il 40% del proprio credito, mentre una classe subordinata "B" soltanto il 20%.

⁷²⁶ Riprendendo l'esempio della nota precedente, si osserva che lo scarto fra i due tassi di recupero è del 20% ($40 - 20 = 20$). Dunque, per rispettare l'interpretazione del *trattamento più favorevole* come superiorità "qualificata" del tasso di recupero, ad ogni classe dissenziente dovrà essere garantito un tasso di recupero non *meramente* superiore ($A > B$) di tutte le sue subordinate (come avveniva per la superiorità *semplice*), ma superiore di un certo importo ben definito ($A > B + x$). Tale importo sarà determinato dalla differenza fra tassi individuata dal *REAL* test (nell'esempio attuale, il distacco minimo fra i tassi sarà +20%). Ciò implica che potrà essere omologato mediante *cram-down* (rispetto al dissenso di A) un piano che faccia recuperare ad A il 50% del proprio credito e a B il 29% ($50 > 29 + 20$), mentre non lo potrà essere un piano che proponga di soddisfare A al 60% e B al 50% ($60 < 50 + 20$).

⁷²⁷ L'assetto di priorità che determinerebbe una simile ripartizione di ricchezze è puramente immaginario e non è riferito ad alcuna situazione realistica. Si tratta di uno schema funzionale unicamente a fornire un'esemplificazione più chiara.

⁷²⁸ La differenza fra i tassi di recupero è calcolata mediante sottrazione fra le grandezze percentuali, nella seguente maniera: $75\% - 50\% = 25\%$; $50 - 25\% = 25\%$; $75\% - 25\% = 50\%$.

Perché un piano possa essere omologato mediante *cram-down*, le assegnazioni dovranno pertanto far sì che i tassi di recupero delle parti mantengano fra loro i suddetti scarti.

Si immagini dunque che un eventuale piano proponga di destinare 37 ad A, 25 a B e 13 a C, conservando le rimanenti risorse per il debitore. I nuovi tassi di recupero sarebbero così: 93.5% per A; 62.5% per B e 32.5% per C.

Verificando che le rispettive differenze corrispondano a quanto stabilito in precedenza, si otterrà che: $93.5 - 62.5 = 31 > 25$; $62.5 - 32.5 = 30 > 25$; $93.5 - 32.5 = 61 > 50$.

In questa situazione, dunque, il parametro di equità del *trattamento più favorevole*, interpretato come *superiorità qualificata*, risulterebbe soddisfatto e nessuna obiezione delle parti potrebbe essere accolta in merito alla domanda di *cram-down*.

A margine di quanto esposto, si può preliminarmente osservare come questa seconda interpretazione del *trattamento più favorevole* tenga maggiormente conto dei diritti di priorità delle parti, rispetto a quella illustrata nel paragrafo precedente: si evidenzia, pertanto, un minor grado di scostamento rispetto al “tradizionale” schema della *APR*. Si speculerà sulle possibili conseguenze dell’adozione dei due approcci nei paragrafi successivi.

5.3.2. Il trattamento "più favorevole" dei creditori rispetto al debitore

Il concreto funzionamento del test di equità e delle possibili forme di *EU-RPR* risultano sin qui comprensibili.

I problemi sorgono, tuttavia, nel momento in cui ci si trova a dover valutare il rispetto della priorità relativa nei confronti di un creditore, comparando il suo tasso di recupero con le utilità che un ipotetico piano propone di destinare al debitore.

La difficoltà trae origine dal diverso assetto di remunerazione che le due categorie hanno, come visto nel paragrafo 1.1. I creditori hanno diritto a vedersi riconosciuto un importo ben preciso e dunque è piuttosto agevole raffrontare il trattamento ricevuto da

due di loro, osservando i rispettivi tassi di recupero. Riprendendo l'esempio precedente, si può facilmente notare come il trattamento di A (gli erano dovuti 100 e ne riceve 45 in compensazione, dunque ha recuperato il 45% del suo credito) sia stato *più favorevole* di quello di B (che ne ha ricevuti 20 su 100 e ha perciò recuperato il 20%).

L'imprenditore, invece, ha diritto ad appropriarsi di tutto ciò che residua dopo aver pagato i creditori, ma non è detto che tale *surplus* esista sempre. Si tratta di una grandezza variabile e pertanto non è compito banale confrontarla con degli importi "fissi", come quelli dei detentori di capitale di debito.

Dalla lettura dei commenti alla Direttiva si intuisce come tale questione abbia discretamente impegnato la comunità giuridica, che pur tuttavia non sembra aver ancora individuato una risposta definitiva⁷²⁹.

L'unico tentativo noto, in tal senso, sembra essere stato effettuato dal prof. Riz Mokāl, che, nel corso di una conferenza tenutasi nel giugno del 2019, ha illustrato una soluzione che permetterebbe di superare, in parte, le difficoltà appena illustrate⁷³⁰.

5.3.2.1. La "soluzione Mokāl"

Partendo dal presupposto che l'ostruzionismo degli azionisti sia una delle principali casistiche di *hold-out*, nonché una seria minaccia alla possibilità di intraprendere ristrutturazioni di successo, il prof. Mokāl, di fatto principale teorizzatore della *EU-RPR* (insieme ad altri insigni colleghi)⁷³¹, ha proposto di risolvere il problema menzionato nel paragrafo precedente, rendendo impossibile per i debitori la percezione di utilità in tutti

⁷²⁹ Non se sono difatti trovate né in S. MADAUS, *Is the Relative Priority Rule Right for Your Jurisdiction? A Simple Guide to RPR*, op. cit.; né in J. M. SEYMOUS, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, Duke Law School Public Law & Legal Theory Series, No. 2019-84, in *University of Illinois Law Review*, Forthcoming, Vol. 2021, No. 1; né in R. J. DE WEIJIS, A. L. JOKNERS, 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)*, Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper No. 2019-10, Centre for the Study of European Contract Law Working Paper No. 2019-05; né in T. RITCHER, A. THERY, *Guidance Note*, op. cit.

⁷³⁰ R. Mokāl, *APR v. RPR*, in *19th Annual III Conference*, Barcelona, Spain 17-18 June 2019.

⁷³¹ Gli altri autori di L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C. G. PAULUS, I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, op. cit.

i casi in cui questi ultimi siano da considerare *out-of-the-money* rispetto al valore dell'impresa in attività⁷³².

Più specificamente, nel caso in cui un debitore invocasse l'esercizio del *cram-down*, il giudice dovrebbe preliminarmente stimare il valore dell'impresa in attività, e in seguito stabilire se, effettuando una immaginaria distribuzione di tale valore nel rigoroso rispetto dei diritti di priorità delle parti, il debitore debba essere considerato *in-the-money* o meno. Il risultato dell'operazione condurrebbe così il giudice ad accogliere la domanda di *cram-down*, in caso il debitore risulti incluso nell'immaginaria distribuzione di valore, oppure a rigettare la sua domanda, in caso contrario.

Si ipotizzi, ad esempio, che, in seguito ad una richiesta di *cram-down* da parte di un debitore, l'autorità giudiziaria stimi a 100 il valore dell'impresa in attività e vada poi a constatare che anche l'ammontare complessivo del debito è 100: in tal caso, il debitore sarebbe da considerare *out-of-the-money* e pertanto la sua domanda di omologazione del piano tramite *cram-down* andrebbe respinta.

L'approccio alla *EU-RPR* immaginato dal prof. Mokal, dunque, avrebbe due implicazioni.

1. La prima, è che scinderebbe il parametro di equità rappresentato dal *trattamento più favorevole* in due sotto-componenti, relativamente al debitore. Il giudice, difatti, non potrà esercitare il *cram-down* nei confronti delle classi dissenzienti sovraordinate al debitore ove il rapporto fra valore dell'impresa in attività e ammontare complessivo dei debiti sia inferiore o uguale a uno (replicando, di fatto, le condizioni imposte dai regimi di *APR* rispetto ai debitori); potrà invece farlo nel caso in cui il suddetto rapporto sia maggiore di uno, permettendo così al debitore di accedere al più flessibile parametro di equità introdotto dalla *EU-RPR*.

2. La seconda, già menzionata nel punto precedente, ma comunque degna di autonoma considerazione, è che il valore-limite individuato come discriminante fra un regime e l'altro è costituito dall'equivalenza fra il valore dell'impresa in attività e l'ammontare complessivo dei debiti (cioè rapporto fra le due grandezze pari a 1).

⁷³² R. Mokal, *APR v. RPR*, op. cit.

Una simile impostazione introdurrebbe così un “doppio regime” di priorità, in merito al quale si esprimeranno considerazioni più dettagliate nel prosieguo della trattazione. Si ritiene tuttavia doveroso far notare che un simile sistema risolverebbe solo in parte il problema del confronto fra il trattamento economico destinato ai creditori e quello riservato al debitore. Un vero e proprio metodo di comparazione non risulterebbe dunque ancora definito.

5.3.2.2. Una possibile alternativa

Nonostante la soluzione proposta dal prof. Mokal abbia aiutato a chiarire una parte dei dubbi, resta comunque incertezza in merito alle possibilità di confrontare i trattamenti economici di debitore e creditori. Constatata la generale assenza di punti di riferimento in merito, si è dunque tentato di ricostruire una modalità di comparazione che risultasse al contempo funzionale da un punto di vista pratico e coerente con lo schema di priorità relativa introdotto dalla Direttiva.

Seppur frutto di un tentativo rudimentale (e forse anche di una giustificazione teorica piuttosto fragile), ci si augura che il presente sforzo possa costituire un piccolo contributo all’elaborazione di un metodo di raffronto efficace e ben congegnato. Si illustra la soluzione immaginata.

5.3.2.2.1. La giustificazione teorica

L'espedito che permetterebbe di immaginare un metodo di comparazione, consiste nel ribaltare (da un punto di vista teorico) la prospettiva offerta dalla lettera del testo e interpretare il requisito del trattamento *più favorevole* come un indicatore di “minor pregiudizio economico” o “minor sacrificio”.

L’art. 11(1)(c) richiede che ad ogni classe sovraordinata dissenziente sia destinato un trattamento *più favorevole* delle sue subordinate. Per ciò che concerne le classi di

creditori, non sembra esservi dubbio che “l’unità di misura” per mezzo della quale stabilire se un certo trattamento economico sia più o meno favorevole di un altro, sia il tasso di recupero del credito ammesso alla procedura. Ciò che si suggerisce qui, è che la medesima misurazione possa essere effettuata utilizzando la prospettiva “negativa” del tasso di recupero, che per convenzione verrà definita “tasso di sacrificio”.

Questo secondo indicatore si esprime in percentuale o frazione, come il suo opposto, ed è definito dal rapporto fra valore economico delle risorse recuperate e ammontare totale del credito ammesso. Ad esempio, ad un tasso di recupero del 20% corrisponde un tasso di sacrificio dell’80% ($100 - 20 = 80$).

Il requisito introdotto dall’art. 11(1)(c) potrebbe dunque essere letto come necessità di verificare che i trattamenti destinati alle classi subordinate siano caratterizzati da un tasso di sacrificio maggiore rispetto a quello della dissenziente. Sarà quindi rispettoso della *EU-RPR*, un piano che imponga, per esempio, un tasso di sacrificio del 30% ad una categoria di creditori A, sovraordinata e dissenziente, ed uno del 50% ad una classe B, subordinata.

Ciò premesso, resta da individuare una modalità di comparazione fra il tasso di sacrificio dei creditori e quello del debitore, tenendo presente che le loro modalità di remunerazione differiscono dal punto di vista contrattuale.

Per compiere questo ulteriore passaggio ci si è domandati quale fosse, a livello concettuale, la grandezza espressa (e misurata) tramite il tasso di sacrificio (e indirettamente anche quello di recupero). La risposta ivi avanzata è: una compressione dei diritti patrimoniali di cui la parte è titolare.

Alla luce di ciò, si può dunque affermare che ogni qualvolta un piano venga omologato, i creditori subiscono una decurtazione della somma che avrebbero diritto a percepire, nella misura indicata dal tasso di sacrificio (che varia in base alle specifiche disposizioni del piano).

Considerando ora lo schema di remunerazione del debitore, si nota che anche il suo diritto alla percezione di utilità, benché di valore intrinsecamente variabile, può essere modificato: si otterrà difatti una contrazione o espansione dello stesso, a seconda che si diminuisca o si aumenti la quota di *utili* che costui ha diritto a percepire.

Il tasso di sacrificio del debitore si può dunque ricavare misurando la quota di *utili* che gli è consentito trattenere per sé alla chiusura del bilancio di esercizio.

Individuate due grandezze omogenee (i tassi di sacrificio), si può finalmente procedere ad una comparazione.

Rileggendo l'art. 11(1)(c) nell'ottica summenzionata, è ora possibile affermare che, come per tutte le altre classi di *stakeholders*, anche il tasso di sacrificio del debitore (in quanto categoria subordinata a tutte le altre) dovrà essere maggiore di quello di una qualsiasi classe di creditori dissenzienti. Questo significa, riportando le grandezze in una prospettiva “positiva” (cioè quella del tasso di recupero), che per poter omologare un piano tramite *cram-down*, la quota di utili riservata al debitore (espressa in frazione o percentuale) secondo le disposizioni dello stesso, dovrà essere inferiore ai tassi di recupero di tutte le classi dissenzienti⁷³³.

Si procede ad un'esemplificazione numerica.

5.3.2.2.2. Un esempio

Sia data un'impresa ristrutturanda di valore stimato 100, nei cui confronti due creditori, A e B, di cui il primo prelatizio e l'altro chirografario, vantano due pretese di valore 50 cadauna.

Si immagini che il debitore D presenti un piano secondo il quale: A riceverebbe utilità per un valore pari a 45, di cui 30 in forma di titoli di debito e 15 di quote di partecipazione agli utili; a B sarebbe destinato un valore di 35, integralmente in forma di

⁷³³ A margine di quanto esposto, si ritiene doveroso puntualizzare che la modalità di comparazione illustrata prende esclusivamente in considerazione i diritti di partecipazione al risultato economico dell'attività, non i diritti di controllo sul soggetto giuridico cui l'azienda appartiene. La seconda componente, difatti, non pare rilevante ai fini della valutazione di equità svolta secondo i criteri della *EU-RPR*.

quote di partecipazione; D tratterrebbe per sé un ammontare di strumenti di capitale di valore 20.

Si verifichi ora l'equità delle distribuzioni secondo la *EU-RPR*, come integrata dal metodo di comparazione illustrato in questo paragrafo.

I tassi di recupero dei creditori sono 90% per A e 70% per B: nessuna censura potrebbe dunque essere mossa relativamente all'equità fra creditori.

Per verificare il rispetto della priorità relativa fra debitore e creditori, bisogna invece stabilire a quale frazione degli *utili* futuri avrà diritto il debitore se il piano venisse omologato. Per fare ciò si considera il valore economico complessivo di tutti i diritti alla percezione degli *utili* (nell'esempio, $15 + 35 + 20 = 70$) e si calcola poi l'entità della quota di spettanza del debitore, riportandola in frazione o percentuale. Tale grandezza dovrà poi risultare inferiore a quella espressa dai tassi di recupero delle altre parti pregiudicate e dissenzienti.

Svolgendo i calcoli, si osserva che la quota di D, nell'esempio, è pari a $20/70 = 29\%$; mentre i tassi di recupero di A e B sono, rispettivamente, del 90% e 70%. Quindi, poiché $29 < 70$ e $29 < 90$, nessuna obiezione potrebbe essere accolta relativamente all'equità delle assegnazioni.

L'esempio proposto utilizza l'interpretazione "semplice" della *EU-RPR* (tassi di recupero meramente superiori o inferiori), ma lo stesso metodo di comparazione è utilizzabile anche con la modalità di applicazione alternativa, cioè quella "qualificata". Per adattare lo schema descritto è difatti sufficiente individuare l'entità dello scarto determinato dal *REAL* test ed applicarlo ai tassi di sacrificio delle parti: la quota di utili destinata al debitore dovrebbe così risultare minore di "x" (dove "x" è lo scarto di cui sopra), rispetto alla frazione che esprime i tassi di recupero dei creditori dissenzienti.

L'unica differenza è che, utilizzando questo secondo tipo di soluzione, si otterrà nei confronti del debitore il medesimo effetto di riduzione dello scostamento dal regime di *APR*, di cui si parlava nel paragrafo 5.3.1.2. relativamente al trattamento economico dei creditori. Si speculerà sulle conseguenze di simili scelte nei paragrafi successivi.

5.3.2.2.3. Considerazioni conclusive

A conclusione di quanto illustrato, si avanza dunque l'ipotesi che il parametro del trattamento *più favorevole* vada in realtà scomposto in due sotto-indicatori: uno, il tasso di recupero del credito, destinato a confrontare fra loro solo le distribuzioni proposte a favore dei creditori; l'altro, il tasso di sacrificio delle parti, destinato a individuare la quota massima di utili futuri che il debitore potrà percepire affinché il piano possa essere omologato.

Il rispetto della *EU-RPR* richiederebbe pertanto l'applicazione di entrambe le modalità di confronto e la conformità del piano ad entrambi i requisiti.

5.4. La ratio della EU-RPR

Si è già avuto modo di anticipare che l'introduzione della *EU-RPR* abbia dato origine ad un vivo dibattito in seno alla comunità scientifica. Prima di esaminare le opposte argomentazioni, tuttavia, si ritiene necessario indagare le ragioni che hanno condotto le istituzioni UE ad effettuare questa scelta.

La Proposta di Direttiva presentata dalla Commissione nel 2016 non conteneva la *EU-RPR* come standard di *fairness*, bensì la *APR*⁷³⁴. Alcuni Stati, tuttavia, consultati nell'ambito del canonico procedimento normativo della Direttiva (cerca articolo), hanno espresso perplessità relativamente al *cram-down* con *APR*, lamentandone l'eccessiva rigidità e temendo che risultasse una novità troppo azzardata da inserire in ordinamenti che non avevano mai sperimentato questo tipo di istituto⁷³⁵.

Inoltre, nel luglio del 2018 è stato presentato alla Commissione Europea, in occasione della conferenza finale del progetto Co.Di.Re., un documento contenente varie

⁷³⁴ Proposta di Direttiva del 22.11.2016 (COM(2016) 723).

⁷³⁵ R. J. DE WEIJS, A. L. JOKNERS, 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)*, op. cit.

proposte di emendamento alla Proposta di Direttiva (UE) (COM(2016) 723 Final)⁷³⁶. L'atto ha costituito la tappa finale di un progetto di ricerca finanziato dalle istituzioni UE, mirato alla ricognizione e lo studio delle procedure di ristrutturazione di alcuni Stati Membri al fine di mettere in evidenza le migliori pratiche e ricavarne linee guida per un possibile intervento normativo⁷³⁷.

L'elaborato finale del summenzionato progetto contiene diverse raccomandazioni, indirizzate all'Unione e volte al miglioramento delle procedure di ristrutturazione esistenti, fra cui, di particolare interesse per la presente trattazione, vi è quella di adottare uno standard di equità, ai fini del *cram-down*, alternativo alla *APR*, che permetta di superare il dissenso di una classe verificando che la stessa riceva un trattamento economico *più favorevole*⁷³⁸ delle sue subordinate.

La posizione del legislatore europeo è mutata in seguito a queste due circostanze e la Direttiva ha poi assunto quella forma testuale che è stata analizzata nei paragrafi precedenti.

Si ritiene pertanto utile indagare la *ratio* della norma all'interno della suddetta pubblicazione.

Si riscontra come l'elaborato dedichi all'istituto del *cram-down* un'ampia trattazione, giungendo poi alla conclusione che sarebbe opportuno dotare anche gli ordinamenti nazionali europei di tale strumento⁷³⁹.

Contestualmente, si discute anche dello standard di priorità cui subordinare l'esercizio: viene perciò sottoposta ad analisi la *APR* e ne vengono evidenziate alcune criticità.

Il testo fa particolare riferimento alla problematica esposta nel paragrafo 4.2.4., relativa all'incentivo al *free riding* che l'assetto della *APR* crea in capo alle parti *junior* durante le negoziazioni e al conseguente dissenso opportunistico che potrebbero

⁷³⁶ L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C. G. PAULUS, I. TIRADO, Comments to the Proposal for Directive [COM(2016) 723 Final], Drafts of 25 June 2018.

⁷³⁷ L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C. G. PAULUS, I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, op. cit.

⁷³⁸ *Ibidem*.

⁷³⁹ *Ibidem*.

esercitare: una classe intenzionata ad adottare un simile comportamento avrebbe la possibilità di sfruttare il “diritto di veto” di cui dispone (riguardo alle distribuzioni in favore di *stakeholders* subordinati), al fine di convincere le parti che sostengono il piano a compensare la dissenziente fino al livello desiderato, così da “comprarne” l’assenso alla ristrutturazione⁷⁴⁰.

È la strategia “*kamikaze*” di cui si parlava nel capitolo 4, il cui esito è sempre incerto, in quanto anche le altre parti effettuano i propri calcoli in merito alla convenienza o meno di aderire alla ristrutturazione⁷⁴¹: parte di queste riflessioni investe anche la scelta di compensare o meno gli ostruzionisti, e se sì, in che misura. Tuttavia, spiegano gli autori, la possibilità stessa che comportamenti del genere siano attuabili, crea un potenziale incentivo per tutte le classi coinvolte a considerare una simile modalità di azione. Ove ciò accadesse, molti partecipanti pretenderebbero di ricevere un importo superiore a quanto loro proposto e pochi, invece, sarebbero disposti a fare concessioni: ne risulterebbero un ambiente negoziale molto poco favorevole ed una seria difficoltà a presentare dei piani⁷⁴².

Una riflessione successiva aggiunge inoltre che data l’esistenza di diverse classi privilegiate all’interno delle procedure d’insolvenza, in molti ordinamenti europei, un approccio di priorità assoluta finirebbe per assegnare, di fatto, il diritto di veto sull’adozione del piano a molti *stakeholders*, prospettando concretamente il verificarsi di una situazione degenerativa come quella descritta poco sopra⁷⁴³.

La ricerca in esame giunge perciò alla conclusione che uno standard più flessibile rispetto alla *APR* potrebbe costituire un migliore approccio alla verifica dell’equità: viene dunque proposta l’attuale formulazione della *EU-RPR*, definita più realistica e adatta al contesto europeo⁷⁴⁴. Secondo gli autori questa avrebbe il vantaggio di proteggere le

⁷⁴⁰ L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C. G. PAULUS, I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, op. cit.

⁷⁴¹ Si veda paragrafo 4.2.4.

⁷⁴² Così ulteriormente esplicitato in I. TIRADO, R. MOKAL, *Has Newton had his day? Relativity and realism in European restructuring*, op. cit.

⁷⁴³ Così in B. WESSELS, *The Full Version of My Reply to Professor De Weijs et Al*, su <https://bobwessels.nl/blog/2019-03-doc10-the-full-version-of-my-reply-to-professor-de-weijs-et-al/>; ultimo accesso 16.45 del 14/05/2020.

⁷⁴⁴ L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C. G. PAULUS, I. TIRADO, *Best practices in European restructuring*.

posizioni delle parti, le une relativamente alle altre, senza però creare incentivi all'*hold-out*: la possibilità di pretendere, in caso di veto, una quota di compenso minore rispetto a quella che si potrebbe ottenere tramite la *APR*, renderebbe difatti meno redditizie le eventuali azioni di ostruzionismo “egoistico”⁷⁴⁵.

Grazie a tale caratteristica, si prosegue, la *EU-RPR* renderebbe più facile l’approvazione di piani in cui alla proprietà è consentito mantenere delle quote di utilità nell’impresa riorganizzata: non sarebbe infatti più necessario, in caso di *cram-down*, compensare i creditori fino all’ultimo centesimo, per poter destinare risorse al debitore. Ciò secondo gli autori incentiverebbe il ricorso alla ristrutturazione preventiva, in quanto l’imprenditore, alle prime avvisaglie della crisi, avrebbe la possibilità di ricorrere ad una procedura di ristrutturazione il cui probabile esito non sarebbe necessariamente la sua totale (o quasi) esclusione dalla compagine proprietaria. Simili operazioni, inoltre, permetterebbero più frequentemente al debitore di restare alla guida dell’impresa, preservando così le sue abilità specifiche e dando maggior valore alle imprese ristrutturate, con ricadute positive sui tassi di recupero di tutti i creditori⁷⁴⁶.

Considerazioni analoghe hanno spinto il legislatore USA a configurare il *cram-down* dello *SBRA* come privo di *APR*⁷⁴⁷ e anche nella ricerca in esame si fa presente come l’approccio *EU-RPR*, in virtù di quanto appena osservato, possa risultare particolarmente utile nelle ristrutturazioni di micro, piccole e medie imprese⁷⁴⁸.

Questo, dunque, il percorso argomentativo che ha condotto gli autori della ricerca esaminata a proporre lo standard del trattamento *più favorevole*. Alla luce di quanto riportato, si proseguirà passando in rassegna le principali critiche che sono state mosse al nuovo parametro di equità.

Contractualised distress resolution in the shadow of the law, op. cit.

⁷⁴⁵ *Ibidem*.

⁷⁴⁶ L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C. G. PAULUS, I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, op. cit.

⁷⁴⁷ Si veda paragrafo 4.2.7.

⁷⁴⁸ L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C. G. PAULUS, I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, op. cit.

5.5 I commenti sulla EU-RPR: critiche e difese

Come si è già avuto modo di osservare, l'assetto delineato dalla *EU-RPR* è fortemente innovativo e non sono mancate, in proposito, reazioni di perplessità e critica da parte della comunità giuridica internazionale. Nei paragrafi seguenti, si esamineranno le principali questioni che hanno animato il dibattito scientifico in merito al nuovo schema di priorità introdotto dalla Direttiva e si esporranno delle considerazioni personali a riguardo.

5.5.1. La APR come “regola punitiva di default”

Una delle prime argomentazioni contrarie al nuovo assetto evidenzia alcune caratteristiche positive del sistema ispirato alla *APR*, che non sarebbero parimenti riscontrate nello schema di *EU-RPR*. Secondo gli autori, infatti, il *cram-down* subordinato al rispetto della priorità assoluta genererebbe un meccanismo di incentivi tale da spingere le parti alla negoziazione e facilitare così l'uscita dalla crisi in via consensuale. Ciò avverrebbe grazie alla scelta del legislatore USA di aver impostato la *APR* come una “regola punitiva di *default*”⁷⁴⁹.

Le previsioni normative che funzionano in questo modo hanno lo scopo di incoraggiare i soggetti a raggiungere un determinato esito desiderato dall'ordinamento, dissuadendole, attraverso l'imposizione di regimi sfavorevoli, da un'altra opzione, ritenuta non ottimale⁷⁵⁰.

Secondo gli autori, il *Chapter 11* mette in atto una simile strategia al fine di spingere le parti all'adozione di un piano consensuale, e lo fa utilizzando la *APR* come “regola punitiva di *default*”. Il raggiungimento del *quorum* richiesto costituisce infatti l'opzione desiderabile per l'ordinamento, in quanto indice del fatto che le parti coinvolte,

⁷⁴⁹ J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

⁷⁵⁰ *Ibidem*.

in base alle rispettive informazioni, hanno convenuto sulla convenienza di far proseguire l'attività (ritenuta perciò redditizia) e sull'equità delle distribuzioni proposte⁷⁵¹.

Lo scenario disincentivato è invece l'adozione mediante *cram-down*, che dal punto di vista del legislatore rappresenta un minor grado di certezza riguardo l'efficienza della scelta di mantenere operativa l'impresa e/o l'equità delle assegnazioni⁷⁵².

L'ordinamento USA, dunque, per agevolare il raggiungimento della situazione ottimale, impone la necessità di una valutazione lunga e costosa, in caso venga richiesto l'esercizio del *cram-down*: tale espediente provoca un dispendio di tempo e risorse tale da ridurre considerevolmente il patrimonio aziendale e mettere le parti di fronte alla possibilità di perdere ulteriori quote della loro ricchezza, inducendole così ad attivarsi al fine di evitare questo accadimento (cioè a raggiungere un accordo su un progetto condiviso)⁷⁵³.

Dall'analisi di questo meccanismo si evidenzia in particolare come lo scenario della valutazione giudiziale, ove si concretizzasse, avrebbe ricadute negative soprattutto nei confronti degli azionisti, i quali, in base ai diritti contrattualmente pattuiti, sono i primi a sopportare le diminuzioni patrimoniali. Costoro dunque, come visto nel capitolo 4, essendo i più svantaggiati da una potenziale controversia di *cram-down*, risultano anche i più interessati a raggiungere una soluzione condivisa e saranno perciò incoraggiati ad offrire alle controparti una quantità di risorse tale da risultare equa e vantaggiosa (rispetto agli scenari alternativi) ai loro occhi⁷⁵⁴.

Ma c'è un secondo elemento da considerare. Gli amministratori e i proprietari dell'impresa sono le parti che hanno a disposizione le migliori informazioni sulla stessa, e che dunque conoscono meglio delle controparti le potenzialità del complesso e il rispettivo livello di sostenibilità del debito⁷⁵⁵.

⁷⁵¹ J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

⁷⁵² *Ibidem*.

⁷⁵³ *Ibidem*.

⁷⁵⁴ *Ibidem*.

⁷⁵⁵ 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)*, op. cit.

Esercitare su costoro una pressione che li spinga a raggiungere un accordo, rende loro possibile lo sfruttamento delle informazioni privilegiate a proprio vantaggio all'interno delle trattative⁷⁵⁶. Ciò permetterebbe, in particolare, di avere un'idea meglio definita di quanto e cosa sia conveniente offrire per la soddisfazione delle controparti, e fino a che punto possa risultare accettabile e vantaggioso per i proponenti assecondare le richieste dei creditori.

Di conseguenza, quanto più abili saranno amministratori e/o proprietari a risparmiare sulle distribuzioni necessarie per strappare il consenso delle varie classi di creditori, tanto più *surplus* residuerà per loro stessi.

Una normativa ispirata alla *APR* riuscirebbe dunque a configurare un doppio incentivo in capo al debitore: uno negativo, che lo spingerebbe ad evitare una valutazione lunga, dispendiosa e pregiudizievole per i propri interessi; e uno positivo, che lo indurrebbe ad utilizzare al meglio le informazioni a sua disposizione per trattenere la maggior parte possibile di risorse.

Secondo gli autori, dunque, il legislatore statunitense sarebbe in tal modo riuscito sia a sfruttare in maniera efficiente l'asimmetria informativa esistente fra le parti, indirizzandola verso un esito efficiente, che a creare un ambiente generale favorevole alla negoziazione⁷⁵⁷.

Simili argomentazioni non sembrerebbero peraltro smentite dagli esiti delle procedure di *Chapter 11*: l'adozione di piani consensuali costituisce difatti la stragrande maggioranza delle casistiche, mentre le ipotesi di omologazione mediante *cram-down*, invece, si verificano molto raramente⁷⁵⁸.

⁷⁵⁶ *Ibidem*.

⁷⁵⁷ 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)*, op. cit.

⁷⁵⁸ Così in J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

5.5.1.1. La mancanza di incentivi alla cooperazione nella EU-RPR

Passando invece ad analizzare l'assetto di incentivi generato dalla *EU-RPR*, gli autori non vi riscontrano una "regola punitiva di *default*" efficace come quella previamente esaminata. I motivi sarebbero due:

1. Il nuovo standard di equità incide in modo minore sulla quota di spettanza degli azionisti in caso di *cram-down*;
2. La valutazione necessaria potrebbe essere meno lunga e costosa⁷⁵⁹.

Riguardo al primo punto, si sono già evidenziate al paragrafo 5.4. le possibili dinamiche di funzionamento del *cram-down* con *EU-RPR*. Benché le modalità possano variare in base al meccanismo concretamente scelto dai vari Stati Membri, l'effetto comune (che sarebbe poi quello voluto dal legislatore europeo) sarà quello di permettere alle classi prive di diritti di prelazione di mantenere più utilità, in caso di stima giudiziale, rispetto a quanto consentito da un sistema di *APR*: il pregiudizio arrecato alla posizione del debitore sarebbe perciò sicuramente minore.

Da questa considerazione, gli autori deducono che l'effetto disincentivante causato dal pericolo di vedere i propri interessi eliminati in conseguenza di una valutazione giudiziale risulterebbe attenuato; ne uscirebbe di conseguenza affievolita anche la spinta ad utilizzare le informazioni privilegiate per giungere ad una soluzione condivisa.⁷⁶⁰

Relativamente al secondo punto, invece, gli autori ipotizzano che la valutazione necessaria per applicare la *EU-RPR* potrebbe essere più rapida della precedente⁷⁶¹. Ciò avverrebbe perché, in regime di priorità assoluta, il compito del giudice è quello di stabilire che le risorse destinate alla classe dissenziente siano perfettamente equivalenti (nei limiti del possibile) al 100% della pretesa ammessa: difatti se l'assegnazione fosse superiore a tale soglia, non risulterebbe equa nei confronti delle classi subordinate; se

⁷⁵⁹ *Ibidem*.

⁷⁶⁰ *Ibidem*.

⁷⁶¹ J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

inferiore, invece, non lo sarebbe nei confronti dei dissenzienti. Diversamente, l'applicazione della *EU-RPR* richiederebbe solo una verifica del fatto che il livello di soddisfazione della classe contraria al piano si collochi all'interno di una forbice delimitata da: un minimo pari al valore massimo fra quelli destinati alle categorie subordinate, e un massimo pari all'ammontare complessivo della sua pretesa. La seconda operazione sarebbe, a detta dei commentatori, più semplice, in quanto basterebbe accertarsi che la quota destinata alla classe dissenziente rientri all'interno di questo segmento; per la prima, invece, si richiede di stabilire una esatta corrispondenza fra i due valori (assegnazioni e importo del credito)⁷⁶².

La conclusione tratta dagli autori, dunque, è che introducendo una valutazione più rapida e meno dispendiosa si rischia di paralizzare il virtuoso meccanismo innescato dalla *APR*, a causa dell'attenuazione della pressione esercitata sulle parti dal rischio di concretizzazione dello scenario "indesiderabile". Si ridurrebbe di conseguenza la proficuità della collaborazione, con particolare riferimento alla proprietà⁷⁶³.

5.5.1.2. Le possibili conseguenze

I commentatori compiono poi un passo ulteriore, immaginando quali potrebbero essere le dinamiche innescate da tale cambiamento.

Essi ipotizzano che andando a perdere l'efficiente assetto di incentivi generato dal regime di *APR*, cambierebbe l'orientamento dei comportamenti strategici degli attori e potrebbe pertanto accadere che, venuta meno la forza dissuasiva della valutazione, i debitori siano spinti ad approfittarsi della *EU-RPR* per sotto-compensare le classi intermedie⁷⁶⁴ (cioè i chirografari)⁷⁶⁵.

⁷⁶² *Ibidem*.

⁷⁶³ *Ibidem*.

⁷⁶⁴ Con l'espressione "intermedie" ci si riferisce a quelle collocate, in ordine gerarchico, fra i garantiti e il debitore.

⁷⁶⁵ J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

Secondo gli autori, infatti, potrebbe in certi casi risultare conveniente per i debitori elaborare un piano in cui i prelatizi, già parzialmente protetti dal *REAL* test, vengano abbondantemente compensati, così da riuscire ad ottenerne l'assenso ed integrare il parametro del *minimum support* test, e i chirografari (ed eventuali subordinati), invece, si vedano assegnato lo stretto necessario per garantire il superamento del test di equità (c.d. manovre di “*class-skipping*”, traducibile in “salto della categoria”). Un eventuale dissenso dei chirografari condurrebbe poi ad una controversia di *cram-down* relativamente rapida e poco costosa (rispetto alla *APR*), che i sostenitori del piano riuscirebbero a vincere garantendo ai dissenzienti anche una minima quantità di risorse aggiuntiva rispetto a quella destinata alle classi subordinate⁷⁶⁶.

Il debitore riuscirebbe così a scaricare una determinata percentuale di debito, perdendo solo la quota di utilità necessaria ad evitare la censura giudiziale. Tale possibilità, secondo gli autori, aprirebbe la strada all'attrattiva di ricorrere alle procedure di insolvenza in maniera strumentale: un'impresa sovraindebitata ma redditizia, infatti, potrebbe calcolare *ex ante* l'importo di debito di cui può riuscire a liberarsi mantenendo il controllo sull'impresa (integrando al minimo indispensabile i parametri del *fairness* test) e poi ricorrere alla ristrutturazione in modo “premeditato”⁷⁶⁷.

5.5.1.3. Un commento personale

Si espongono una serie di riflessioni personali in merito a quanto osservato dagli autori citati.

5.5.1.3.1. L'incentivo alla cooperazione

⁷⁶⁶ *Ibidem*.

⁷⁶⁷ *Ibidem*.

Per quanto concerne gli incentivi alla cooperazione, si reputano condivisibili le preoccupazioni degli studiosi per la perdita di un efficace meccanismo che spinga le parti a collaborare in vista del raggiungimento di un esito ottimale (cioè l'adozione di un piano consensuale)⁷⁶⁸. Si ritiene tuttavia doveroso sottolineare che fra le due componenti dell'incentivo alla cooperazione che gli studiosi attribuiscono all'operatività della *APR*, solo una pare irrimediabilmente compromessa dall'assetto di *EU-RPR* (in qualunque forma applicativa), ovvero la spinta che la priorità assoluta genera in capo a proprietà e amministrazione affinché utilizzino le informazioni privilegiate per trovare un accordo sulle distribuzioni da effettuare. L'altra, invece, cioè la pressione esercitata su tutte le parti dalla minaccia di rendere il procedimento potenzialmente insostenibile per l'impresa e pregiudicare così la loro soddisfazione, potrebbe essere in qualche misura conservata. Si illustrano nel dettaglio le riflessioni introdotte.

Il concetto fondante di tutte le forme di priorità relativa è che non è necessario compensare integralmente le classi dissenzienti per superare la loro contrarietà, ma al contrario è sufficiente destinare loro una certa quantità di risorse, affinché il piano sia ritenuto equo secondo lo specifico parametro adottato. Ciò implica, qualunque sia l'interpretazione della *EU-RPR* concretamente adottata, che sarà più semplice, per le classi subordinate, essere destinatarie di assegnazioni pur contro la volontà di alcune classi di creditori. Di conseguenza, l'assenso di tutte le parti alle disposizioni del piano non sarà più così importante come nei sistemi di *APR* e dunque proprietari e amministratori, prefigurandosi uno scenario di *cram-down* meno pregiudizievole per i propri interessi rispetto a quello prospettato dai regimi di *APR*, sentiranno un minor bisogno di utilizzare le proprie informazioni privilegiate per raggiungere l'elevata soglia di consensi necessari all'approvazione.

Sembrerebbe pertanto condivisibile la previsione, formulata dagli autori citati, di controversie più frequenti⁷⁶⁹.

⁷⁶⁸ Si veda paragrafo 5.5.1.1.

⁷⁶⁹ *Ibidem*.

Ci si trova tuttavia in disaccordo rispetto all'altra critica, che ipotizzava una ulteriore riduzione dell'incentivo alla collaborazione fra le parti, in conseguenza della minore difficoltà delle stime necessarie per stabilire l'equità delle distribuzioni⁷⁷⁰.

Un eventuale giudizio di "superiorità" del trattamento riservato ad una classe potrebbe ben essere più agevole rispetto a quelli richiesti dai sistemi di *APR*, ma solo nel caso in cui la differenza di valore fra un ammontare di risorse ed un altro sia netta o comunque di facile comparazione. Diverso potrebbe essere, invece, il caso in cui due classi siano destinatarie di titoli diversi (per esempio azioni ad una e obbligazioni ad un'altra), il cui il valore economico è fortemente incerto; oppure una situazione ancora più nebulosa in cui un piano proponga di assegnare a due classi, non solo risorse di genere diverso, ma anche in quantità tali da garantire loro tassi di recupero (o di sacrificio) poco distanti l'uno dall'altro.

In simili ipotesi, dunque, la valutazione giudiziale potrebbe comportare spese e tempistiche paragonabili a quelle proprie dei sistemi di *APR*.

Inoltre, sempre nell'ottica di stimolare la cooperazione delle parti, ci si permette di suggerire un espediente che potrebbe forse costituire una forma di incentivo in tal senso.

Al fine di dissuadere i soggetti coinvolti nella ristrutturazione dal presentare obiezioni pretestuose con la finalità di estorcere maggiori concessioni, si potrebbe introdurre un meccanismo "punitivo" che costringa le parti soccombenti nelle controversie inerenti il *cram-down*, a sostenere personalmente tutte le spese (e gli eventuali danni) che siano derivate agli *stakeholders* e all'amministrazione giudiziaria in conseguenza del suddetto comportamento. Una simile scelta normativa dovrebbe comunque tenere conto dell'eventualità che il dissenso possa scaturire dalla legittima volontà di una parte di non essere coinvolta nella ristrutturazione: costei potrebbe difatti ritenere l'investimento non desiderabile e magari preferire una soluzione di tipo liquidatorio. Dunque, per non pregiudicare i soggetti che operano in buona fede, si suggerisce l'individuazione di standard ben precisi in base ai quali determinare se il dissenso di una parte sia stato motivato da mala fede o meno.

⁷⁷⁰ Si veda paragrafo 5.5.1.1.

Un intervento di questo tipo avrebbe la duplice finalità di dissuadere le parti coinvolte dal ricorrere a condotte ostruzionistiche, paventando loro il rischio di subire un pregiudizio economico, e di liberare l'impresa in ristrutturazione da una parte degli oneri processuali che altrimenti avrebbe dovuto pagare.

5.5.1.3.2. Il rischio di "class-skipping"

Per quanto concerne, infine, il rischio di *class-skipping*, si condividono solo in parte i commenti sopra menzionati.

Come si è visto, la priorità relativa rende più semplice per il debitore trattenere risorse contro la volontà dei creditori, rispetto a quanto sarebbe possibile in regime di *APR*: di conseguenza, assegnare abbastanza utilità ad una classe di creditori ben tutelata dal *REAL* test (prelatizi) per ottenerne il consenso, per poi domandare l'omologazione tramite *cram-down* e "risparmiare" così sulle assegnazioni destinate ai meno protetti (chirografari e subordinati), potrebbe effettivamente risultare una tattica vincente per cedere la minor quantità di ricchezza possibile.

Ciononostante, l'appetibilità di simili strategie risulta concretamente condizionato da due fattori: da un lato, la lunghezza e la dispendiosità della controversia, che, se eccessive, renderebbero più conveniente per il debitore una cessione "volontaria" di risorse ai creditori, piuttosto che un loro impiego "involontario" per il pagamento delle spese processuali; dall'altro, la specifica interpretazione della *EU-RPR* adottata dall'ordinamento in questione, poiché l'ammontare di risorse che il debitore può sperare di trattenere varia sensibilmente in base alle varie forme di priorità relativa.

Per esemplificare quanto affermato, si pensi a quanto varierebbe l'appetibilità di un tentativo di *class-skipping* a seconda che si utilizzi come parametro di equità la superiorità "semplice" dei tassi di sacrificio o quella "qualificata": nel primo caso il debitore potrebbe mantenere, per esempio, il diritto a percepire il 50% degli utili proponendo ai creditori dissenzienti un recupero di almeno il 50.1%; nel secondo, invece, per conservare la medesima quota dovrebbe garantire loro un tasso di recupero del $50+x\%$, dove "x" costituisce lo scarto individuato dal *REAL* test. Quest'ultimo scenario

risulterà concretamente più o meno favorevole al debitore in base alle concrete risultanze del test, ma si può comunque osservare a priori che il *class-skipping* sarà certamente meno agevole nella seconda ipotesi.

Ancora più improbabile appare il suddetto rischio qualora si adotti un'interpretazione simile a quella immaginata dal prof. Mokal. In tal caso, infatti, le condizioni di *cram-down* nei confronti del debitore saranno ancora più pesanti di quelle poste dalla soluzione con tasso “qualificato”, e risulteranno, in alcuni casi ⁷⁷¹, persino identiche a quelle richieste dai regimi di *APR*.

5.5.2. La EU-RPR e i fondamenti del diritto della crisi

Altre critiche si incentrano sulle basi teoriche della proposta. Secondo alcuni, infatti, la *EU-RPR* violerebbe i diritti di priorità per cui le parti hanno contrattato, contro il consenso dei loro titolari⁷⁷².

5.5.2.1. La EU-RPR e la violazione dei diritti di priorità: le critiche

Si è visto a tal proposito nel capitolo 4 come una delle due funzioni principali degli strumenti di risoluzione della crisi sia quella di distribuire il valore disponibile rispettando i diritti contrattualmente pattuiti *ex ante*, e quindi anche secondo le regole di priorità applicabili⁷⁷³. Una deroga a tale assetto si riterrebbe giustificata, alla luce dei criteri fondanti, solo al fine di perseguire la massimizzazione del patrimonio disponibile⁷⁷⁴.

⁷⁷¹ Nello specifico, quando il rapporto fra valore dell'impresa in attività e debito complessivo è uguale o inferiore a uno.

⁷⁷² 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)*, op. cit.

⁷⁷³ N. TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings: A Normative Foundation and Framework*, Oxford University Press, 2019, pp. 223-246.

⁷⁷⁴ Si veda paragrafo 4.2.1.

Ciò premesso, si osserva che riguardo allo stretto rispetto delle priorità, la *EU-RPR* costituisce effettivamente una deviazione, in quanto permette a classi subordinate di ritenere utilità anche qualora le sovraordinate non siano state pagate interamente. I critici sottolineano come ciò possa essere consentito solo a fronte del consenso dei titolari stessi e che, dunque, una deroga allo stretto ordine delle priorità imposto tramite *cram-down* costituirebbe un'ingiusta coercizione della volontà delle parti⁷⁷⁵.

Si dovrebbe a questo punto verificare se la violazione dei diritti è in qualche modo giustificata dalla finalità di massimizzazione delle risorse, ma non sembra di riscontrare argomenti in tal senso nelle produzioni di chi ritiene la *EU-RPR* una scelta sbagliata: se ne desume, dunque, che i suddetti autori lamentino una deviazione dalle pattuizioni prefallimentari non sorretta da apprezzabili risultati in termini di aumento del patrimonio disponibile. Si vedrà invece, nel prosieguo della trattazione, come alcuni sostenitori della *EU-RPR* abbiano utilizzato proprio tale “linea difensiva”⁷⁷⁶.

La critica aggiunge poi che permettere una simile deroga all'ordine delle priorità cambierebbe radicalmente anche il modo di contrattare *ex ante*⁷⁷⁷.

La presente argomentazione pone a fondamento della propria ricostruzione, una visione del diritto dell'insolvenza come pilastro (fra altri) dell'economia di mercato e afferma che i soggetti economici, al momento della stipula dei contratti, ne prendono in considerazione le disposizioni, con particolare riferimento alle prospettive di recupero crediti che esso offre. Scegliere un certo grado di priorità rientra dunque in quelle determinazioni *ex ante* che ogni attore effettua prima di stringere un accordo⁷⁷⁸ e perciò mutando in maniera drastica (come fa la *EU-RPR*) le regole inerenti al recupero delle somme, si cambierebbe radicalmente anche il modo di contrattare *ex ante*. La *EU-RPR*,

⁷⁷⁵ J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

⁷⁷⁶ Si rimanda al paragrafo 5.5.3.

⁷⁷⁷ 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)*, op. cit.

⁷⁷⁸ *Ibidem*.

pertanto, alterando le modalità di soddisfazione delle pretese in una procedura concorsuale, causerebbe un radicale cambiamento nel diritto privato di tutta Europa⁷⁷⁹.

Una ricaduta decisamente negativa di tale innovazione potrebbe concretizzarsi, secondo gli autori, in tassi di recupero del credito inferiori (a causa della possibilità data al debitore di sottrarre più facilmente risorse agli *stakeholders* sovraordinati) e in una conseguente diminuzione degli investimenti nella UE⁷⁸⁰: i finanziatori, infatti, tenendo conto *ex ante* della minor possibilità di recupero delle risorse investite in caso di insolvenza delle imprese sovvenzionate, risulterebbero meno incentivati a prestare denaro⁷⁸¹.

5.5.2.2. La EU-RPR e la violazione dei diritti di priorità: le difese

Le repliche offerte dai sostenitori della *EU-RPR* si collocano su due piani: un primo riguarda i principi teorici delle procedure di ristrutturazione preventiva; un secondo, invece, fornisce considerazioni di taglio più “pratico”, riconducibili (secondo un parere personale), a livello astratto, alla prevalenza della finalità di massimizzazione del patrimonio disponibile su quella di necessario rispetto dei diritti contrattualmente pattuiti fra le parti. Si esaminano nell’ordine proposto.

5.5.2.2.1. I principi della ristrutturazione

Secondo una ricostruzione favorevole alla *EU-RPR*, ristrutturazione preventiva e procedure di insolvenza sarebbero strumenti giuridici concettualmente distinti e perciò non trattabili secondo le medesime logiche⁷⁸².

⁷⁷⁹ *Ibidem*.

⁷⁸⁰ J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

⁷⁸¹ Si è analizzata la relazione fra regime di priorità e *underinvestment* nel paragrafo 4.2.3. Si rimanda perciò a tale porzione di testo per maggiori dettagli.

⁷⁸² S. MADAUS, *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law*, *European Business Organization Law Review*, Vol. 19, 2018, pp.

La prima, infatti, sarebbe differente dalle seconde, in quanto attivabile in un momento in cui il debitore non si è ancora dimostrato insolvente (perciò è denominata “preventiva”)⁷⁸³. Cambiando questo fondamentale presupposto, si giustificerebbero dunque sia una modifica degli schemi teorici propri dell’insolvenza (*APR*), che una maggiore flessibilità nel rispetto dell’ordine di priorità delle pretese⁷⁸⁴. Si potrebbe inoltre precisare, a difesa della *EU-RPR*, che essa non prevede di ignorare completamente le prelazioni, ma solo di rendere meno rigido il parametro di *fairness*: come mostrato nel paragrafo 5.3, infatti, le distribuzioni resterebbero comunque modellate su un criterio gerarchico, distaccandosi solo in parte dal rispetto assoluto delle priorità. Non si tratterebbe dunque di un completo stravolgimento, ma solo di una “osservanza meno rigorosa”.

Questa tesi viene avversata dagli autori critici nei confronti della *EU-RPR*.

Si replica che essendo la ristrutturazione preventiva uno strumento volto a consentire il risanamento finanziario dell’impresa al fine evitare una imminente liquidazione giudiziale, non vi sarebbe alcuna ragione per applicarvi principi diversi⁷⁸⁵.

Lo spostamento temporale della rinegoziazione ad una fase precedente al dissesto, è infatti dettato da una mera scelta di opportunità, ma ciò non muta la consapevolezza che la procedura sia volta a definire la spartizione delle utilità residue in un patrimonio che non è (o non sarà, di lì a poco) in grado di soddisfare integralmente le obbligazioni che vi gravano; se fosse diversamente, non vi sarebbe alcun bisogno di domandare sacrifici ai creditori. Dunque, poiché gli elementi fattuali della situazione cui la ristrutturazione preventiva tenta di porre rimedio sono i medesimi che si osservano nelle classiche procedure di insolvenza, non vi sarebbe ragione per elaborare differenti principi teorici. L’unica circostanza che muta è il momento di attivazione della procedura, che trova

615-647.

⁷⁸³ Il testo dell’art. 1 Direttiva 1023/2019, infatti, indica come protagonista delle procedure di ristrutturazione preventiva il «*debitore che versa in difficoltà finanziarie e per il quale sussiste una probabilità di insolvenza*».

⁷⁸⁴ Concorde con tale lettura anche B. WESSELS, *The Full Version of My Reply to Professor De Weijs et Al*, op. cit.

⁷⁸⁵ 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)*, op. cit.

tuttavia giustificazione in una scelta meramente pragmatica, e non di principio: affrontare la crisi in fase iniziale, infatti, dà maggiori probabilità di uscita dalla stessa, ma ciò non implica l'alterazione del quadro sostanziale in cui l'operazione si svolge⁷⁸⁶.

5.5.2.2.2. Aumentare le risorse disponibili

Affrontare la crisi d'impresa in una fase iniziale, dà maggiori probabilità di uscirne. Ciò permetterebbe ai lavoratori di mantenere i propri posti di lavoro e garantirebbe anche maggiori percentuali di recupero dei crediti deteriorati ai finanziatori. Le istituzioni UE hanno costruito la Direttiva 1023/2019 su tale convinzione, redigendone le norme in vista del perseguimento di questi obiettivi⁷⁸⁷.

In merito a ciò, i sostenitori della *EU-RPR* vedono in essa un efficace incentivo per spingere il debitore a rendere nota la crisi quando essa è ancora ad uno stadio iniziale e vi sono maggiori possibilità di risolverla con successo⁷⁸⁸. In tale ottica, prospettare al debitore una procedura (con *APR*) in cui verosimilmente vedrà la propria quota di proprietà fortemente ridimensionata o addirittura eliminata potrebbe non risultare particolarmente attraente (si è già parlato di ciò nel paragrafo sulla ratio e anche nel capitolo 4); diversamente, offrire agli imprenditori l'opportunità di mantenere una frazione della proprietà anche in caso di *cram-down*, potrebbe forse renderli più interessati ad affidarsi alla ristrutturazione⁷⁸⁹.

La *EU-RPR*, dunque, permetterebbe sì di violare in parte i diritti di priorità contrattualmente pattuiti *ex ante*, ma farebbe ciò al fine di intercettare la crisi in una fase iniziale e consentire il salvataggio di un numero maggiore di imprese. Il “pregiudizio” subito dai creditori tramite la violazione dei loro diritti, si tradurrebbe così in un guadagno per tutto il sistema economico e, in definitiva, anche per loro stessi: rinunciare ad una parte del credito in un momento opportuno (cioè quando l'azienda è ancora

⁷⁸⁶ *Ibidem*.

⁷⁸⁷ Si veda Proposta di Direttiva del 22.11.2016 (COM(2016) 723).

⁷⁸⁸ B. WESSELS, *The Full Version of My Reply to Professor De Weijts et Al*, op. cit.

⁷⁸⁹ *Ibidem*.

operativa e redditizia), potrebbe difatti risultare più conveniente che pretendere il pagamento dell'intero importo in una fase successiva (quando l'attività è ormai destinata alla cessazione).

Non concorde sul punto la visione di chi avversa la *EU-RPR*, che evidenzia come l'assetto della regola non incentivi necessariamente le imprese a ricorrere alla ristrutturazione preventiva⁷⁹⁰, nonostante ciò sembri uno degli obiettivi principali della normativa⁷⁹¹.

Secondo gli autori, non vi è alcuna garanzia che il debitore riesca effettivamente a mantenere il controllo sull'impresa all'uscita dalla procedura. La *EU-RPR*, infatti, benché in maniera più flessibile rispetto alla *APR*, tende comunque al rispetto delle priorità: ciò implica che difficilmente un imprenditore potrà riuscire a conservare interamente la proprietà in caso di *cram-down*. I creditori possono invero pretendere un trattamento "più favorevole" e non è affatto impensabile che una frazione della proprietà debba essere loro destinata per soddisfare le condizioni di *cram-down* (a meno che non si accordino, chiaramente)⁷⁹².

Una parte del controllo sarebbe dunque verosimilmente ceduta anche sotto il regime di *EU-RPR* e se tale circostanza costituisce dunque un problema per i piccoli e medi imprenditori, né la *EU-RPR*, né la *APR* riusciranno a porvi adeguato rimedio⁷⁹³.

5.5.2.2.3. La EU-RPR e i crediti privilegiati

Merita infine richiamare una considerazione già esposta nel corso della trattazione, ma particolarmente attinente al presente contesto, in quanto anch'essa volta

⁷⁹⁰ J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ J.M. SEYMOUR, S.L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

⁷⁹¹ Proposta di Direttiva del 22.11.2016 (COM(2016) 723).

⁷⁹² J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ J.M. SEYMOUR, S.L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

⁷⁹³ *Ibidem*.

a difendere la *EU-RPR* sul piano pratico e riconducibile alla finalità di aumentare le risorse disponibili per tutte le parti coinvolte.

Si richiami pertanto alla mente quanto riportato nel paragrafo 5.4., riguardo al fatto che le normative di diversi Stati Membri contemplino svariate tipologie di classi privilegiate (lavoratori, enti pubblici, vittime di illeciti, ecc.) nell'ambito delle procedure concorsuali, e che dunque in un regime di *APR* tutte queste avrebbero diritto ad essere pagate interamente prima che agli altri possa essere assegnato alcunché. Un simile assetto potrebbe incoraggiare comportamenti di *hold-out* da parte di tali categorie, rendendo più complessa l'approvazione dei piani e mettendo così a rischio la continuità aziendale⁷⁹⁴. Ove ciò accadesse, non solo si distruggerebbero ricchezze che avrebbero invece potuto essere godute dagli *stakeholders*, ma ci si troverebbe anche dinanzi ad un paradosso: la stessa tecnica (l'assegnazione di un diritto di prelazione ed il suo necessario rispetto) impiegata dal legislatore per proteggere alcune categorie identificate come "deboli", costituirebbe la causa del pregiudizio economico subito in conseguenza di un tentativo di ristrutturazione fallito per mancanza di cooperazione fra le parti⁷⁹⁵.

5.5.2.2.4. Un commento personale

5.5.2.2.4.1. Implicazioni teoriche della priorità relativa: una domanda

Si espongono alcune riflessioni personali in merito agli argomenti appena trattati.

Si condivide l'assunto da cui partono i commentatori, riguardo alla violazione dei diritti di priorità che la *EU-RPR* provocherebbe ⁷⁹⁶ : in effetti, qualunque sia l'interpretazione scelta, le pattuizioni relative alla gerarchia dei crediti sembrano essere derogate.

⁷⁹⁴ B. WESSELS, *The Full Version of My Reply to Professor De Weijs et Al*, op. cit.

⁷⁹⁵ *Ibidem*.

⁷⁹⁶ 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)*, op. cit.

Ciò tuttavia, per quanto esposto nel capitolo 4 e richiamato nel paragrafo precedente, non rende automaticamente “pericoloso per la tenuta del sistema economico”⁷⁹⁷ uno schema di priorità che si discosti dalla rigorosa adesione alla *APR*. Al contrario, simili deviazioni risulterebbero giustificate, sia da un punto di vista teorico, che da riscontri pratici, qualora tale cambiamento portasse ad una migliore valorizzazione delle risorse disponibili: risulterebbero così osservati i principi fondamentali del diritto della crisi e tutelati gli interessi dei creditori, i quali, godendo di tassi di recupero maggiori, non avrebbero alcuna ragione per aumentare il costo del capitale di debito (anzi, forse opererebbero in senso contrario).

L’interrogativo dunque diventa: adottare una forma di *EU-RPR* (e quindi violare i diritti di priorità delle parti), può favorire un impiego più efficiente delle risorse?

La risposta che si intende proporre è: dipende. Nello specifico, dalle circostanze concrete in cui la ristrutturazione avviene e dall’interpretazione scelta per applicare la *EU-RPR*.

5.5.2.2.4.2. Implicazioni teoriche della priorità relativa: una risposta

Sia la Commissione che le fonti accademiche citate sembrano convenire sul fatto che affrontare la ristrutturazione in una fase iniziale della crisi possa portare maggiori probabilità di successo al tentativo di invertire la tendenza e dunque maggiori recuperi ai creditori⁷⁹⁸. Ciò significa, parafrasando, che il risanamento aziendale risulta più efficace se intrapreso quando le condizioni economiche dell’impresa sono ancora relativamente buone.

Dunque, se la possibilità di intraprendere una ristrutturazione ad uno stadio preliminare della crisi, e cioè quando la situazione patrimoniale dell’impresa non è ancora gravemente compromessa, prospetta maggiori tassi di recupero per i creditori,

⁷⁹⁷ Espressione liberamente parafrasata da *ibidem*.

⁷⁹⁸ Ci si riferisce a Proposta di Direttiva (UE) (COM(2016) 723) e M. BISOGNO, R. DE LUCA, *Bankruptcy Efficiency and Indirect Costs in Italian SMEs: a Temporal Approach*, op. cit.

allora uno schema prioritario più flessibile potrebbe essere giustificato solamente ove l'impresa vi ricorresse mostrando condizioni economiche ancora non disastrose.

Considerazioni simili stavano alla base delle argomentazioni portate a sostegno della *EU-RPR* dagli autori citati nel paragrafo 5.5.2.2.2.

Relativamente a quanto appena sostenuto, si ritiene opportuno dedicare una breve digressione alle argomentazioni prodotte da alcuni sostenitori della priorità relativa in merito ai differenti principi teorici cui la procedura di ristrutturazione preventiva dovrebbe essere ispirata⁷⁹⁹. Si reputano difatti condivisibili due osservazioni opposte, formulate rispettivamente dai detrattori e dai promotori della *EU-RPR*.

La prima, espressione di una corrente di pensiero favorevole alla *APR*, riguarda l'inesattezza concettuale che affligge i tentativi di ricondurre la ristrutturazione preventiva ad uno schema teorico differente da quello delle altre procedure concorsuali⁸⁰⁰: il punto di vista di chi scrive è concorde, in tal senso, con quello di chi sostiene che la ristrutturazione preventiva, pur se effettuata in una fase in cui un vero e proprio stato di insolvenza non si è ancora manifestato, ha comunque lo scopo di scongiurare una simile circostanza qualora essa appaia probabile⁸⁰¹ (diversamente, non vi sarebbe alcun bisogno di ricorrervi)⁸⁰².

La seconda, invece, di segno opposto, è relativa alla possibilità, tutt'altro che infrequente (e soprattutto auspicabile), che all'apertura della ristrutturazione preventiva il debitore possa risultare non in stato di insolvenza, e che perciò gli si dovrebbe

⁷⁹⁹ S. MADAUS, *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law*, op. cit.

⁸⁰⁰ 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)*, op. cit.

⁸⁰¹ 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)*, op. cit.

⁸⁰² In tale ottica appare anche fondamentale evitare l'utilizzo strumentale delle ristrutturazioni per liberarsi dei debiti.

concedere, sia in virtù di considerazioni teoriche⁸⁰³, che di esigenze pratiche⁸⁰⁴, la possibilità di beneficiare di un assetto prioritario più flessibile rispetto a quello che caratterizza le “tradizionali” procedure concorsuali⁸⁰⁵. Anche questa considerazione, apparentemente di segno opposto, pare condivisibile agli occhi di chi scrive.

Un nuovo interrogativo dunque: come coniugare la necessità di modellare la ristrutturazione preventiva rispettando gli schemi teorici delle procedure concorsuali “tradizionali” e quella di garantire maggiore flessibilità ai debitori non insolventi?

Per rispondere a questa domanda, occorre riprendere quanto poco sopra affermato in merito alla tempistica ed alle condizioni patrimoniali che aumentano le possibilità di successo della ristrutturazione, e reconsiderarlo alla luce di quanto appena speculato.

Si ripercorre dunque il percorso logico seguito per giungere alle conclusioni.

La *EU-RPR* viola i diritti delle parti in materia di priorità. Questo è giustificabile solo nell’ottica di una migliore valorizzazione delle risorse, che, in definitiva, andrà a beneficio delle stesse parti i cui diritti vengono violati. Ciò può tuttavia avvenire solo se la ristrutturazione è effettuata in uno stadio preliminare della crisi, dunque in situazioni economiche compromesse, ma non disastrose.

Si osserva inoltre che la ristrutturazione preventiva risponde alle stesse logiche ed agli stessi principi degli altri istituti di esecuzione in forma concorsuale, e che fra essi figura anche il rispetto dell’ordine delle priorità applicabile secondo il diritto nazionale (*APR*). Ciononostante, uno strumento di risoluzione della crisi che possa definirsi “preventivo” ha una fondamentale componente che lo distingue dagli altri: il fatto che non presupponga l’inadempimento (in forma di insolvenza) del debitore per essere utilizzato. Questo, secondo alcuni studiosi, giustificerebbe uno scostamento dallo schema di priorità assoluta⁸⁰⁶.

⁸⁰³ L’attivazione delle tradizionali procedure esecutive si basa sull’inadempimento o sull’insolvenza del debitore, quindi il fatto che in ristrutturazione preventiva il debitore non lo sia ancora non giustificerebbe l’integrale adozione degli schemi teorici dell’esecuzione forzata, che sia essa in forma individuale o concorsuale.

⁸⁰⁴ Incentivare il debitore a rendere noto agli *stakeholders* aziendali lo stato di crisi prima che sia troppo tardi.

⁸⁰⁵ S. MADAUS, *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law*, op. cit.

⁸⁰⁶ *Ibidem*.

Secondo chi scrive, invece, c'è bisogno di un passo ulteriore: il fatto che il debitore non sia ancora insolvente al momento dell'apertura della procedura non giustifica necessariamente una deviazione dalla *APR*, in quanto la situazione patrimoniale dell'impresa potrebbe essere già irreversibilmente compromessa pur non essendosi ancora manifestato lo stato di insolvenza. Ciò che potrebbe invece non semplicemente giustificare, ma anche rendere opportuno uno scostamento dalla *APR*, è il fatto che il debitore si trovi "lontano" dal dissesto in termini sostanziali: che versi cioè in condizioni economiche tali da rendere possibile un'efficace inversione di tendenza tramite il ricorso alla ristrutturazione preventiva.

Le due linee argomentative trattate sono perciò strettamente interconnesse e trovano un punto di contatto nel motivare l'esistenza degli schemi di priorità relativa.

Il percorso illustrato conduce dunque alla seguente conclusione: qualora un debitore decidesse di ricorrere ad una procedura di ristrutturazione in una fase preliminare della crisi, rendendo così più agevole il risanamento dell'impresa e garantendo maggiori recuperi ai suoi creditori, risulterebbe motivata (e opportuna), nei suoi confronti, l'applicazione di un regime di priorità più flessibile rispetto a quello proprio delle procedure concorsuali "tradizionali". Tale affermazione presenta però anche un'implicazione "negativa", e cioè che ove si verificasse che il debitore non ha anticipato in misura soddisfacente il ricorso alla ristrutturazione, non vi sarebbe motivo per "alleggerire" il tradizionale schema di *APR*.

5.5.2.2.4.3. Implicazioni teoriche della priorità relativa: una proposta applicativa

Gli interrogativi vengono così ulteriormente spostati, e vanno ora ad investire le modalità attuative di simili affermazioni. Senza alcuna pretesa di fornire una soluzione ben congegnata, si tenta perciò di offrire un semplice spunto di riflessione in tal senso.

Qualora un debitore dovesse decidere di ricorrere alla ristrutturazione preventiva, l'autorità pubblica dovrebbe considerarlo presuntivamente solvibile e adeguare le modalità procedurali a tale caratteristica, seppur non verificata.

Ove le parti riuscissero a raggiungere un accordo sulle distribuzioni di risorse ed approvare un piano in via consensuale, la questione del regime di priorità applicabile risulterebbe del tutto irrilevante. Diverso invece il caso in cui una determinata classe manifesti la sua contrarietà alle disposizioni del piano e il proponente domandi all'autorità giudiziaria (o amministrativa) l'omologazione tramite *cram-down*.

Solo in questa seconda ipotesi il giudice affronterà la questione del regime di priorità applicabile e lo farà effettuando la medesima stima del valore dell'impresa che gli sarebbe richiesta per verificare se le assegnazioni effettuate alla classe dissenziente risultino eque o meno. In base a questa valutazione l'autorità giudiziaria deciderà dunque se vi siano i presupposti per l'utilizzo di un parametro di priorità relativa o se invece si debba ricorrere al "tradizionale" regime di *APR*. Il discrimine fra le due opzioni sarebbe rappresentato dalla condizione economica dell'impresa e si potrebbe utilizzare come indicatore "standard" il rapporto fra il valore stimato della stessa e l'ammontare totale delle sue passività, di modo che: al di sopra di un determinato rapporto, il debitore potrà usufruire di un regime più flessibile; al di sotto di esso, dovrà rispettare gli stringenti requisiti della *APR*.

Riguardo all'individuazione di un valore ben determinato, che faccia da "spartiacque" fra i due approcci, si ritiene che tale indagine esuli dalla presente trattazione e chiami in causa anche rilevanti profili economico-aziendalistici. Tuttavia, pur nell'impossibilità di commentare o esaminare approfonditamente le implicazioni di una simile soluzione, si segnala come la proposta "Mokal" abbia implicitamente scelto come grandezza di riferimento un rapporto fra valore dell'impresa in attività e ammontare complessivo dei debiti pari a uno⁸⁰⁷. Affermando difatti che il *cram-down* possa essere invocato dal debitore solo se "*in-the-money*", la conseguenza è che egli potrà beneficiare del regime di *EU-RPR* solo ove il valore stimato dell'impresa sia superiore,

⁸⁰⁷ Si veda paragrafo 5.3.2.1.

anche solo di un centesimo, all'ammontare totale del debito (poiché il rapporto fra le due grandezze sarà in tal caso superiore a uno).

Per riassumere in poche parole il lungo percorso argomentativo appena concluso, si potrebbe dire che la scelta del regime di priorità, nella soluzione immaginata, possa essere adattato in base a due diversi stili di condotta: uno, collaborativo, che concede al debitore dei benefici (maggiore flessibilità nelle distribuzioni) come ricompensa per la scelta di condividere con gli *stakeholders* importanti informazioni (lo stato di crisi) che avrebbero anche potuto restare confidenziali; un altro, non cooperativo e penalizzante (il rigoroso rispetto dell'ordine delle priorità), che consegue alla decisione del debitore di non divulgare notizie rilevanti anche per altri soggetti.

5.5.3. La EU-RPR e la distorsione degli incentivi ex ante: sovraindebitamento, moral hazard e crisi pianificate

Si passano ora in rassegna una serie di critiche che fanno leva sull'assetto di incentivi *ex ante* che il cambio di approccio alla priorità potrebbe generare. Il percorso logico seguito dagli autori è molto simile a quello illustrato nel paragrafo 4.3. relativamente agli interventi in difesa della APR.

L'argomentazione che sta alla base di queste osservazioni vede nella EU-RPR un modo di scaricare una porzione maggiore delle perdite sui creditori, rispetto a quanto non permetta la APR. Secondo tale visione, infatti, la prospettiva di mantenere una parte delle quote proprietarie anche in caso di insolvenza indurrebbe gli imprenditori a gestire l'impresa utilizzando più capitale debito di quanto sarebbe raccomandabile, poiché attirati da una maggior rapporto "capitale investito/profitto ottenuto"⁸⁰⁸, oppure ad adottare strategie eccessivamente rischiose, in virtù di quanto già illustrato nel paragrafo 4.3.

⁸⁰⁸ 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)*, op. cit.

5.5.3.1. Il problema di sovraindebitamento

La tendenza al sovraindebitamento non è un problema che nasce con la *EU-RPR*, ma al contrario è una criticità che esiste a prescindere dal *cram-down* e dalle regole scelte per esercitarlo, e attiene piuttosto alla differenza di remunerazione fra capitale di rischio e capitale di debito. Se ne illustra sinteticamente il meccanismo⁸⁰⁹.

Si immagini un soggetto “A” che ha intenzione di svolgere un’attività per fine di lucro. Questa, per essere compiuta, necessita di un investimento iniziale di, per esempio, 100. Il ritorno atteso dal compimento dell’operazione è, si ipotizzi, 150.

Se A finanziasse l’attività interamente con fondi propri, spenderebbe inizialmente 100 e ne ricaverebbe poi 120 in un secondo momento. Il rendimento del capitale investito sarebbe perciò del 20% ($120 - 100 = 20$; $20/100 = 1/5 = 20\%$).

Si immagini però che A possa rivolgersi a “B”, finanziatore, per chiedergli un prestito e possa così evitare di impiegare solamente risorse personali. B sarà disposto a fornire qualunque importo richiesto, ma pretenderà, oltre alla restituzione delle somme concesse, anche un importo aggiuntivo a titolo di interesse, non legato al rendimento dell’operazione, del 5%.

Si ponga dunque che A decida di prendere in prestito da B 50 per finanziare il progetto e che investa solo 50 di fondi propri. Il progetto renderà 120 e, in base agli accordi presi, a B verranno restituiti gli iniziali 50 più il 5% di interessi, quindi in totale 52.50. Ad A torneranno invece 67.50, avendone investiti 50. Calcolando il rendimento dell’operazione si noterà che stavolta questo è del 35% ($67.50 - 50 = 17.50$; $17.5/50 \cdot 100 = 35$).

Si osserva dunque che pur avendo impiegato meno risorse proprie, il ritorno, in percentuale, è aumentato. Il rendimento può ulteriormente essere massimizzato aumentando l’importo di capitale di debito fornito, fino ad arrivare ad uno scenario-limite in cui A mette solo 1 e ne ricava circa 15, realizzando un profitto del 1500%.

⁸⁰⁹ Esempio tratto da *ibidem* e rielaborato.

L'incentivo dell'imprenditore sembrerebbe dunque quello di farsi prestare il maggior importo possibile dai finanziatori e massimizzare così il rapporto "capitale investito/guadagno ottenuto". Esiste tuttavia un bilanciamento che i creditori mettono in atto al fine di tutelarsi: il tasso di interesse da loro richiesto cresce via via che il rischio sopportato aumenta (rischio di credito). Ciò implica che utilizzare troppo capitale di debito potrebbe far sì che i ricavi generati dall'attività non risultino sufficienti a rimborsare capitale e interessi. Questo fenomeno è denominato sovraindebitamento, o *overleveraging*, e può condurre l'impresa all'insolvenza⁸¹⁰.

Ciò che gli autori della suddetta critica sostengono è che disporre di una procedura di ristrutturazione ispirata alla *EU-RPR* possa rendere tale incentivo (benché già esistente a prescindere dalla regola di priorità scelta) ancora più incisivo di quanto lo sarebbe in un regime di *APR*⁸¹¹. La critica segue le medesime logiche di quelle illustrate, a sostegno della *APR*, nel paragrafo 4.3., relativamente al problema di *moral hazard*: la presente argomentazione parte difatti dagli stessi assunti (passaggio ad un sistema di priorità che permette al debitore di mantenere più facilmente una certa quota di risorse) e giunge alle medesime conclusioni (il fatto che lo scenario negativo impatti in misura minore sul debitore potrebbe spingerlo a condotte individualmente ottimali, ma "globalmente" inefficienti).

Il percorso seguito, tuttavia, benché simile negli schemi teorici utilizzati, evidenzia un aspetto non toccato precedentemente, che si ritiene perciò opportuno approfondire.

Si è visto come aumentare l'indebitamento conduca ad un maggior rischio per l'equilibrio finanziario dell'impresa, in quanto a fronte di un maggior rendimento del capitale di rischio si ha un importo di interessi maggiore da pagare. Risulta dunque più facile ritrovarsi insolventi in un periodo di contrazione dei flussi di cassa⁸¹².

⁸¹⁰ 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)*, op. cit.

⁸¹¹ *Ibidem*.

⁸¹² *Ibidem*.

Le previsioni della Direttiva sembrerebbero peraltro rivolte esattamente alla soluzione di questo genere di problematiche: l'intento sembra difatti essere quello di salvare aziende capaci di produrre ricchezza, ma affette da *overleveraging*⁸¹³.

Gli autori sostengono, pertanto, che prefigurare un trattamento eccessivamente favorevole nei confronti degli imprenditori sovraindebitati, potrebbe andare a peggiorare la stessa criticità che si tentava di risolvere: introducendo un sistema di priorità più flessibile, infatti, si fornirebbe loro un incentivo *ex ante* ad accumulare capitale di debito con leggerezza, in quanto consapevoli che in caso di insolvenza non rischierebbero di perdere granché⁸¹⁴.

Se ci si spinge poi a considerare la possibilità di effettuare operazioni in mala fede, si potrebbe anche ipotizzare la possibilità di ricorrere alla crisi in maniera strumentale. Difatti, consentendo ai debitori di obbligare (tramite *cram-down*) i creditori ad aderire a piani di riorganizzazione in cui a questi ultimi è concesso il minimo indispensabile per integrare il requisito di trattamento *più favorevole*, alcuni potrebbero essere spinti a pianificare appositamente il sovraindebitamento e poi ricorrere alla ristrutturazione al fine di scaricare una frazione del debito previamente calcolata (secondo lo stratagemma descritto al paragrafo precedente) e proseguire poi la gestione senza aver perso in maniera apprezzabile il controllo sull'impresa⁸¹⁵.

Un ulteriore espediente complementare a tale strategia potrebbe essere quello di adottare comportamenti atti a far sembrare il patrimonio dell'impresa meno capiente⁸¹⁶ di quel che in realtà è⁸¹⁷, così da poter concedere ancora meno risorse ai creditori⁸¹⁸.

⁸¹³ *Ibidem*.

⁸¹⁴ 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)*, op. cit.

⁸¹⁵ *Ibidem*.

⁸¹⁶ J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

⁸¹⁷ In 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)*, op. cit. viene portata ad esempio la possibilità di ricorrere ad operazioni di "sale and lease back" di proprietà intellettuali (come marchi, brevetti ecc.).

⁸¹⁸ Minore sarà il valore assegnato dal giudice al patrimonio, minore risulterà la quota di risorse che sarà necessario cedere per superare il *fairness test* secondo EU-RPR.

Secondo i commentatori, dunque, la *EU-RPR* amplificherebbe i problemi di sovraindebitamento e potrebbe addirittura indurli a provocare delle crisi in maniera “premeditata”⁸¹⁹.

5.5.3.2. L'incentivo all'azzardo morale

Una critica di tenore simile, sempre inerente alla distorsione degli incentivi *ex ante*, riguarda la possibilità di esacerbare il problema di *azzardo morale* con il passaggio alla *EU-RPR*⁸²⁰. Gli autori evidenziano, in proposito, come la possibilità di mantenere più facilmente una quota di proprietà anche in caso di *cram-down*, il debitore potrebbe prediligere investimenti molto rischiosi ma con aspettative di alti rendimenti: in caso di successo, difatti, godrebbero di tutti gli utili, mentre in caso di insuccesso potrebbero scaricare le perdite anche sui creditori, e farlo in misura maggiore rispetto a quanto consentito in regime di *APR*⁸²¹.

Si tratta di spunti molto simili a quelli già esaminati nel paragrafo 4.3, e ci si richiama perciò a quanto ivi osservato in merito.

5.5.3.3. Considerazioni personali

Ritengo opportuno effettuare una considerazione conclusiva in merito alla possibile distorsione degli incentivi *ex ante*.

Le problematiche messe in evidenza dagli autori sembrano trovare un solido fondamento nelle argomentazioni da loro esposte; tuttavia, si ritiene che i rischi di sovraindebitamento, *azzardo morale* e crisi pianificata siano strettamente legati alla

⁸¹⁹ 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)*, op. cit.

⁸²⁰ J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

⁸²¹ *Ibidem*.

possibilità che un soggetto economico ha di misurare l'impatto di tali strategie sul proprio investimento. Una simile capacità si può ben riscontrare in attori economici ben strutturati e di dimensioni rilevanti, ma appare, agli occhi di chi scrive, più arduo immaginare piccoli e medi imprenditori ricorrere a simili elaborati stratagemmi.

Si è già illustrato nei paragrafi 4.3. e 1.6. quanto diverse siano le dinamiche tipiche degli scenari di ristrutturazione delle micro, piccole e medie imprese, rispetto a quelle che interessano invece le grandi realtà imprenditoriali: estendere dunque le medesime considerazioni a tutte le tipologie di imprese, pare a chi scrive leggermente azzardato.

Un altro fattore che impone cautela nell'effettuare osservazioni generalizzate sulle concrete possibilità di alterazione degli incentivi *ex ante*, è costituito dalla cultura imprenditoriale che caratterizza la realtà socioeconomica dell'Unione. Molti degli spunti critici offerti dagli autori citati nel precedente paragrafo prendono a modello, per operare un confronto con la *EU-RPR*, il sistema americano: questo può essere certamente utile, in quanto molti insegnamenti possono essere tratti dall'analisi di un istituto ormai quarantennale, ma ciò non autorizza l'osservatore europeo a trascurare le profonde differenze che esistono fra i due contesti paragonati.

Stando ai dati della Commissione Europea si deduce, in merito, che gli imprenditori dell'Unione vedono la possibilità di fallire come un evento traumatico da evitare⁸²²; non, invece, come “un accadimento fisiologico nell'economia di mercato”⁸²³. Molto diversa, invece, la prospettiva degli imprenditori statunitensi, che dimostrano meno timore nei confronti di un'eventuale uscita “involontaria” dal mercato.

Alla luce di quanto illustrato, non si intende perciò mettere in discussione la validità delle argomentazioni proposte sul piano teorico, quanto piuttosto sollevare un interrogativo sulla reale incidenza dei rischi paventati, in merito alla gestione dei casi delle micro, piccole e medie imprese. In un contesto imprenditoriale come quello europeo, difatti, la possibilità di sfruttare le “falle” del sistema per finalità di profitto,

⁸²² European Commission, Flash Eurobarometer 354, op. cit., pp. 19-151.

⁸²³ Espressione ripresa dal paragrafo 1.2.

sembrano (a parere di chi scrive) rimanere appannaggio di quei pochi soggetti economici che sono in grado di calcolare con accuratezza le prospettive di guadagno nei vari scenari possibili e non hanno timore di affrontare le possibili conseguenze di una crisi (seppur pianificata). In altre parole, il rischio che i debitori possano sfruttare la priorità relativa per scopi opportunistici, sembra circoscritto alle realtà imprenditoriali di grandi dimensioni o altamente sofisticate.

Relativamente a questi soggetti economici, dunque, si condividono le preoccupazioni espresse dagli autori citati, in merito all'adozione di un sistema ispirato ad una forma di *relative priority* "pura", cioè priva dei temperamenti di cui si parlava nel paragrafo 5.5.2.2.4.

5.5.4. La EU-RPR e l'incertezza della valutazione giudiziale

Un'altra critica si incentra sulla dubbia interpretazione del criterio proposto dalla *EU-RPR* come parametro per l'esercizio del *cram-down*, cioè il trattamento *più favorevole*. In particolare, alcuni autori richiamano l'attenzione sulla difficoltà di operare un confronto fra la quota riservata agli azionisti e quella di spettanza dei creditori ai fini del "miglior trattamento" e su come tale problematica potrebbe scoraggiare potenziali investitori a causa della difficoltà di stimare *ex ante* il proprio recupero in caso di crisi dell'impresa⁸²⁴.

In merito a questa argomentazione, non si ritiene di poter formulare osservazioni particolare dettagliate: da una parte perché gli autori stessi si limitano a riferirsi all'incertezza nei termini sopra indicati⁸²⁵, dall'altro perché, come si è già visto nel paragrafo 5.3., la Direttiva non sembra offrire indicazioni particolarmente precise riguardo all'applicazione pratica di questo standard del trattamento *più favorevole*, lasciando la possibilità di configurare diversi tipi di applicazione concreta del criterio⁸²⁶.

⁸²⁴ 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)*, op. cit.

⁸²⁵ *Ibidem* non viene difatti proposto alcun criterio interpretativo, come già osservato in precedenza.

⁸²⁶ Si vedano soluzioni proposte in 5.3.

La soluzione di questo problema non è agevole ed è inoltre possibile che diversi Stati membri possano offrire risposte diverse a tale quesito.

Ciò che si potrebbe tuttavia osservare è che la quota di spettanza dei creditori sarebbe piuttosto complessa da calcolare *ex ante*, qualunque sia il criterio interpretativo scelto dai legislatori nazionali. Il trattamento *più favorevole*, infatti, risulterebbe definibile solo alla luce delle specifiche assegnazioni effettuate nel piano. Ciò renderebbe più complesso, sotto il regime di *EU-RPR*, un eventuale calcolo *ex ante* delle prospettive di recupero di ogni parte coinvolta.

In un sistema di *APR*, infatti, conoscendo l'importo e il grado di priorità di tutti i crediti, è possibile determinare l'ammontare di risorse residue di cui l'impresa dovrebbe disporre (in caso di *cram-down*) affinché gli appartenenti ad una certa classe possano godere di una parte di esse; oppure in alternativa, ove fosse noto anche il valore del patrimonio, si potrebbe calcolare con relativa precisione l'importo spettante ad una determinata classe (sempre nell'eventualità in cui non si raggiunga un accordo).

Un simile computo non sarebbe possibile sotto un regime di *EU-RPR* perché l'ammontare di risorse da destinare ad una certa classe affinché il piano sia ritenuto equo, sarebbe concretamente influenzata da altre due variabili (in aggiunta a quelle date per note nell'ipotesi precedente): la percentuale di recupero delle classi inferiori e la quantità di risorse trattenuta dal debitore.

Se ne potrebbe pertanto dedurre che lo scenario di *EU-RPR* renda più complessa la quantificazione (anche solo in termini probabilistici) *ex ante* dei recuperi delle varie parti in caso di *cram-down*. La critica sopra illustrata sembrerebbe dunque plausibile e la conseguenza prospettata, cioè il fatto che, non potendo stimare il proprio recupero *ex ante*, i creditori sarebbero indotti ad alzare il costo del debito⁸²⁷, non ne risulterebbe smentita.

⁸²⁷ 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)*, op. cit.

5.5.4.1. L'opzione da "incertezza"

Vi è inoltre una seconda argomentazione, dedotta dalla precedente, con cui gli oppositori della *EU-RPR* ne evidenziano le criticità. Secondo costoro, infatti, le nuove dinamiche di valutazione creerebbero valore d'opzione in capo a più parti di quelle che lo avrebbero con la *APR* e indurrebbero così molte di loro, specialmente gli investitori sofisticati, a "scommettere" sugli esiti della stima giudiziale, nella speranza di trarne vantaggio⁸²⁸.

Ciò si spiega richiamando alla mente la dinamica illustrata nel paragrafo 4.5. e considerando che la valutazione, in un sistema di *APR*, crea valore d'opzione soltanto al ricorrere delle seguenti condizioni: 1. l'ammontare totale delle risorse dell'impresa risulti prossimo all'equivalenza con l'importo complessivo dei crediti di una determinata classe; 2. le possibili oscillazioni del valore fissato dalla Corte, dovute all'erroneità della stima, possano determinare la spettanza alle classi subordinate di una quota di utilità. Solo in tal caso si crea per queste ultime un valore d'opzione corrispondente alla probabilità che il giudice assegni loro una determinata parte di risorse.

Le dinamiche di negoziazione fanno poi sì che i sovraordinati siano disposti a liquidare tale importo ove ciò gli permetta di risparmiare abbastanza denaro in termini di costi di procedura e sulle tempistiche di approvazione.

Vi sono perciò casi limitati in cui l'incertezza genera valore d'opzione ed è comunque difficile che siano coinvolte molte classi in questa dinamica⁸²⁹.

L'assetto della *EU-RPR*, invece, fa sì che la variabilità della quantificazione giudiziale vada a influire su tutte le classi (o quasi tutte) e generi valore d'opzione per molte di più di quante lo riceverebbero con la *APR*. Spostare la valutazione più in alto o più in basso, infatti, avrebbe ricadute sul recupero percentuale di tutte le categorie e dunque prospetterebbe scenari differenti per tutte loro.

⁸²⁸ *Ibidem*.

⁸²⁹ Si richiami alla mente il paragrafo 4.2.5. e si consideri che perché si generi valore d'opzione in capo a molte classi, esse dovrebbero detenere pretese di gradi diversi e di importo molto ridotto e contemporaneamente la variabilità della valutazione dovrebbe essere sufficientemente elevata da contemplare l'ipotesi che il valore stimato dal giudice arrivi a determinare la probabilità di ricevere compensi per tutte quante. Uno scenario non molto probabile.

Gli autori sostengono pertanto che tale assetto potrebbe indurre gli investitori sofisticati a calcolare il proprio valore d'opzione e sfruttarlo in maniera opportunistica: se così fosse, la creazione di “opzioni da incertezza” a favore di categorie diverse renderebbe le negoziazioni più complesse e moltiplicherebbe le controversie di *cram-down*, aumentando sia i costi che la durata delle ristrutturazioni⁸³⁰. Oltre che inefficiente per tutti, una simile deriva avvantaggerebbe i creditori più strutturati a danno degli altri, in quanto meglio capaci di effettuare previsioni sui possibili esiti e determinarsi di conseguenza⁸³¹.

Un parziale bilanciamento in favore della *EU-RPR* viene tuttavia proposto dagli stessi autori che la criticano. Già nel paragrafo 5.4.1. si ipotizzava che la valutazione per applicare il *cram-down* nel sistema di *EU-RPR* possa risultare più semplice di quella utilizzata nella *APR* e che dunque i costi e le tempistiche da prendere in considerazione riguardo alla critica appena conclusa non sarebbero quelle tipiche del *Chapter 11*⁸³². L'esito di una moltiplicazione delle controversie potrebbe dunque non avere conseguenze così pesanti come quelle che avrebbe in regime di *APR*⁸³³.

5.5.4.2. Considerazioni personali

Si offre un punto di vista personale in merito alle critiche degli studiosi citati.

Per quanto concerne lo svolgimento delle negoziazioni nel “cono d'ombra” di una qualsiasi forma di *EU-RPR*, si condivide la visione degli autori che sottolineano come queste possano risultare più complesse in quanto non “ancorate” a punti di riferimento stabili come quelli offerti dalla *APR*. Le opinioni riportate ne traggono inoltre, correttamente, la conclusione che i soggetti più sofisticati potrebbero trarre vantaggio da una simile situazione a danno di quelli meno strutturati.

⁸³⁰ 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)*, op. cit.

⁸³¹ *Ibidem*.

⁸³² J. M. SEYMOUR, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, op. cit.

⁸³³ *Ibidem*.

A sostegno di tali argomentazioni, si ribadisce dunque l'osservazione effettuata in precedenza relativamente alla inadeguatezza degli approcci di *EU-RPR* “pura” (sia con superiorità semplice che qualificata) per le ristrutturazioni di micro, piccole e medie imprese, che potrebbero essere penalizzate da una negoziazione priva di indicatori ben definiti.

Anche per quanto riguarda la maggior difficoltà di prevedere i tassi di recupero (che è poi la causa delle criticità summenzionate), si ritengono condivisibili le osservazioni formulate dagli autori citati. Le conseguenze negative di una simile incertezza, tuttavia, potrebbero essere mitigate da una politica legislativa che vada esattamente in senso contrario rispetto a quanto prospettato dagli studiosi. Anziché rendere la valutazione più rapida e meno dispendiosa per le parti, come sembra che i contributi scientifici esaminati auspicano, si potrebbe percorrere la strada opposta e rendere invece lo scenario della valutazione particolarmente dispendioso (ma non lento, perché metterebbe in pericolo la continuazione dell'attività), scaricando contemporaneamente gli oneri procedurali sulle parti che, secondo la valutazione del giudice, abbiano rallentato la procedura per finalità non ragionevolmente giustificabili (ad esempio, ostruzionismi).

Si è già discusso delle caratteristiche di una simile soluzione nel paragrafo 5.5.1.3.1. e si rimanda pertanto alla trattazione ivi sviluppata per maggiori dettagli. Ciò che però premeva sottolineare, in relazione al maggiore clima di incertezza (rispetto ai sistemi di *APR*) che potrebbe connotare le trattative e la valutazione giudiziale, è che proprio le conseguenze negative di tale circostanza potrebbero essere utilizzate strumentalmente dal legislatore per spingere le parti alla cooperazione e “rimpiazzare” almeno in parte quegli incentivi positivi al raggiungimento di un accordo, di cui si parlava nel paragrafo 5.5.1.

5.6. Riflessioni conclusive sulla Direttiva

Come si è avuto modo di notare nel corso della trattazione, le critiche rivolte alla *EU-RPR* sono state molte e hanno investito svariati ambiti della regola. Si ritiene tuttavia

opportuno tentare una contestualizzazione di tali osservazioni, al fine di inquadrarle meglio nell'ambiente istituzionale e socioeconomico in cui sono state formulate.

Fatto ciò, si esaminerà la prima forma di attuazione della Direttiva e se ne trarranno utili spunti per effettuare una ricognizione finale delle caratteristiche della *EU-RPR* e svolgere delle riflessioni conclusive.

5.6.1. Il contesto istituzionale

Molte delle osservazioni⁸³⁴ effettuate riguardo alla *EU-RPR* si riferiscono alla formulazione «*trattamento più favorevole*», propria dell'art. 11(1)(c) della Direttiva, e sembrano considerare la lettera del testo come completa e definitiva. A parere di chi scrive, tuttavia, ciò potrebbe non essere corretto.

L'espressione lessicale che racchiude la *EU-RPR*, infatti, non fornisce totale chiarezza sul metodo di calcolo delle assegnazioni alle varie classi ai fini del *cram-down* (come peraltro evidenziato dai commentatori), specialmente riguardo al confronto creditori-debitore⁸³⁵. Si sostiene dunque che, in accordo con le caratteristiche proprie dello strumento “Direttiva”⁸³⁶, sia possibile applicare le prescrizioni dell'atto europeo attraverso interpretazioni diverse, speculando sul significato di «*trattamento più favorevole*», pur restando sempre rispettosi del dato testuale. Si potrebbero così sperimentare letture diverse del parametro di equità e trasformare un presunto difetto (l'asserita lacunosità del testo), in una fonte di opportunità per tutti gli Stati Membri, delineando così una serie di indicatori differenti fra loro, ma accomunati dalla caratteristica di garantire sempre un «*trattamento più favorevole*» alle classi dissenzienti in caso di *cram-down*.

⁸³⁴ *Ibidem* e 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)*, op. cit.

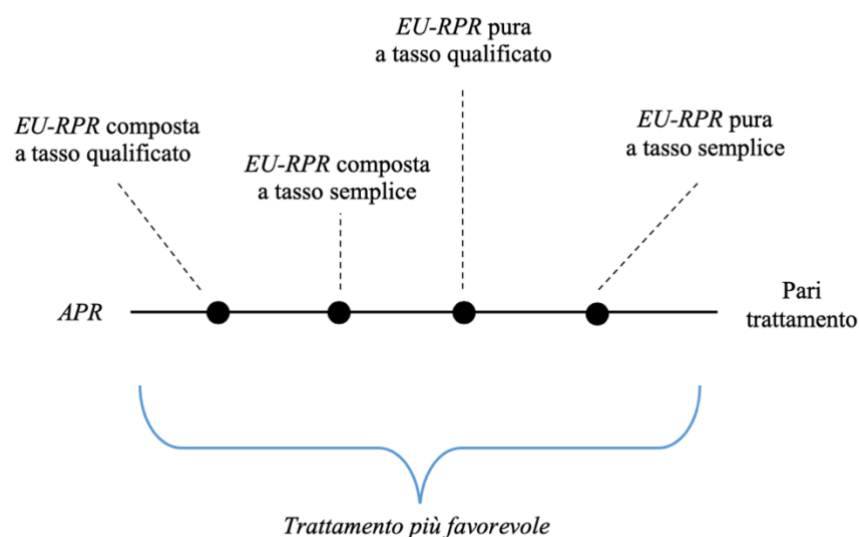
⁸³⁵ Si veda in merito il paragrafo 5.3.

⁸³⁶ L'art. 288.3 TFUE recita infatti: «*La direttiva vincola lo Stato Membro per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi*».

Si è visto, nel corso del presente capitolo, come la potenziale varietà dei significati attribuibili alla norma sia stata letta da molti come un errore. Si intende tuttavia mettere in dubbio una simile conclusione e suggerire che potrebbe invece trattarsi di una precisa scelta del legislatore europeo, motivata forse dalla forte carica innovativa dell'approccio scelto, e volta a lasciare agli Stati Membri un certo margine di discrezionalità nell'interpretazione del parametro. La tesi della "libera integrazione" del significato potrebbe essere inoltre avvalorata (sebbene solo implicitamente) dal fatto che agli ordinamenti sia stata lasciata la facoltà di adottare, in alternativa all'opzione "standard" rappresentata dalla *EU-RPR*, un meccanismo ispirato alla *APR*: da ciò si potrebbe infatti dedurre che la Direttiva abbia voluto concedere agli Stati la possibilità di costruire liberamente il proprio specifico indicatore, nel limite del rispetto, almeno tendenziale, dei diritti contrattualmente pattuiti *ex ante* (cioè dell'ordine di priorità).

Per veicolare l'opinione espressa attraverso una vera e propria "rappresentazione", si immagini un segmento ideale, i cui estremi siano "concettualmente" delimitati, da un lato, dal rigoroso rispetto dell'ordine delle priorità applicabili secondo lo specifico diritto nazionale (*APR*), dall'altro, dalla parità di trattamento fra tutte le parti coinvolte.

Le possibili interpretazioni dell'art. 11(1)(c) occupano tutto lo spazio che va da un estremo all'altro, senza però mai raggiungere nessuno dei due. Andando dunque a collocare, per esempio, la *EU-RPR* "pura" con tasso di superiorità "semplice" su tale segmento immaginario, la si troverà molto vicina all'estremo delimitato dal pari trattamento. Un poco più distante si posizionerà invece la sua forma "pura" ma con tasso "qualificato". Progressivamente più lontane dalla parità di trattamento e più vicine alla *APR* si collocheranno poi le forme "combinare" di *EU-RPR* immaginate nel paragrafo 5.5.2.2.4.3. Il procedimento potrebbe così proseguire con tutte le altre possibili forme di priorità relativa.



Ove si aderisse, dunque, alla suddetta teoria della “libera interpretazione”, si permetterebbe ad ogni legislatore nazionale di elaborare un diverso indicatore di equità, purché questo garantisca ad ogni classe dissenziente un trattamento economico *almeno* più favorevole delle sue subordinate.

In tale ottica, le critiche indirizzate alla formulazione attuale dell’art. 11(1)(c), insieme alle riflessioni personali sviluppate a margine dei contributi analizzati, verrebbero così a costituire degli avvertimenti, rivolti agli Stati Membri, finalizzati ad evidenziare alcune delle possibili criticità che potrebbero affliggere una procedura di ristrutturazione con *cram-down* non ispirato alla *APR*, cui prestare particolare attenzione nel formulare il testo legislativo.

In particolare, riassumendo brevemente le considerazioni effettuate nel corso dell’elaborato, si sostiene che:

1. Per quanto riguarda le grandi e medie imprese, non si ritiene consigliabile adottare un sistema di *relative priority* “puro”, utilizzando cioè sempre e indiscriminatamente un parametro di equità basato sulla superiorità dei tassi di recupero o sacrificio (indipendentemente dal fatto che esso sia “semplice” o “qualificato”). In un simile contesto, invero, non solo gli azionisti risulterebbero poco incentivati a raggiungere un accordo con i creditori, ma potrebbero anche sfruttare la maggiore flessibilità loro

concessa (rispetto ai regimi di *APR*), per trarne benefici a spese dei creditori⁸³⁷. Più equilibrata pare, agli occhi di chi scrive, una soluzione che consenta di variare lo standard di equità in base alle condizioni patrimoniali del debitore, di modo che l'ordinamento "ricompensi", tramite una minor rigidità delle previsioni, la condotta collaborativa delle imprese che intraprendono un percorso di ristrutturazione al momento più opportuno.

2. Per quanto concerne le micro e piccole imprese, si ritiene che nessuno dei regimi di priorità finora esaminati sia particolarmente adatto alle esigenze di simili realtà. Il tema verrà trattato più ampiamente nei paragrafi successivi, ma si ritiene, in proposito, che un modello efficace possa essere ritrovato nel nuovo parametro di equità introdotto dallo *SBRA*. Si addurranno a breve argomenti a sostegno di questa tesi.

Si potrebbe dunque sostenere, in conclusione, interpretando la Direttiva alla luce dei principi fondamentali del diritto della crisi, che il legislatore europeo abbia inteso rivolgere agli ordinamenti nazionali un invito a discostarsi dal rispetto della priorità assoluta, ma soltanto nella misura in cui ciò risulti funzionale ad aumentare la quantità di risorse disponibili per tutti gli *stakeholders*. Ciononostante, immaginando che un simile approccio avrebbe potuto creare perplessità a causa della sua forte carica innovativa, si sarebbe deciso di concedere comunque la possibilità di affidarsi ad uno schema alternativo più conosciuto, quale la *APR*.

5.6.2. Il contesto socioeconomico

A parere di chi scrive, alcune delle critiche formulate rispetto alla *EU-RPR* (in particolare l'incentivo alla negoziazione fornito dai costi, il sovraindebitamento e il *moral hazard*)⁸³⁸ sembrerebbero riconducibili ad un'analisi delle ristrutturazioni lievemente "astratta" e non parrebbero invece tenere in debito conto le caratteristiche soggettive degli attori coinvolti.

⁸³⁷ Si vedano in merito paragrafi 5.5.1.3. e 5.5.3.3.

⁸³⁸ Si veda in merito il paragrafo 5.5.

Ciò che preme qui sottolineare è che le dinamiche delle procedure concorsuali possono essere fortemente diverse a seconda della dimensione delle imprese che vi fanno ricorso. Come difatti si è avuto modo di osservare nel paragrafo 4.2.7, i problemi e le necessità delle piccole e medie imprese in crisi sono molto specifici e richiedono soluzioni differenti rispetto a quelle utili nei casi di grandi dimensioni.

Inoltre, secondo i contributi analizzati, non solo la cultura imprenditoriale europea sembra caratterizzata da un diffuso “timore” nei confronti dell’insolvenza, ma anche connotata da un approccio più “intuitivo” che “strategico”, rispetto alle dinamiche gestionali⁸³⁹.

Pertanto, alla luce di quanto considerato, parrebbe opportuno rimodulare la portata delle critiche fondate su modelli teorici i cui protagonisti sono soggetti perfettamente razionali, attivi nella partecipazione al procedimento e in grado di calcolare e sfruttare le carenze del dato legislativo al fine di trarne profitto per sé stessi. Simili caratteristiche si possono difatti ben ipotizzare nelle speculazioni inerenti ristrutturazioni di grandi aziende (o comunque di soggetti imprenditoriali ben strutturati), le quali vedono sia dal lato debitorio che da quello creditorio, attori economici dotati di sufficienti mezzi per prevedere i possibili sviluppi della situazione ed effettuare conseguenti scelte in maniera strategica; appare invece più arduo immaginare che in uno scenario costituito da piccoli imprenditori e crediti di importo ridotto siano replicabili le stesse dinamiche. Mutando perciò i presupposti su cui sono sviluppate le suddette argomentazioni, il procedimento deduttivo e le conclusioni risultano inficiati.

Per mezzo di questa relativizzazione, non si intende negare tutto ciò che è stato elaborato in merito alla *EU-RPR*, ma piuttosto mettere in dubbio alcune riflessioni, cosicché si possa, magari, approfondire l’indagine ricercando riscontri empirici inerenti alle osservazioni formulate.

⁸³⁹ Ci si riferisce sia a fonti di carattere empirico, come European Commission, Flash Eurobarometer 354, *Entrepreneurship in the EU and Beyond*, 2012, pp. 19-151, che di carattere teorico, come F. Ciampi, *Fondamenti di economia e gestione delle imprese*, op. cit., pp. 355-360.

Alla luce di quanto asserito, dunque, si ritiene di poter estendere alla presente circostanza la considerazione effettuata in chiusura del paragrafo precedente: tenendo a mente che le dinamiche illustrate nei commenti potrebbero non rivelarsi pertinenti ai contesti di piccole dimensioni, le critiche possono comunque risultare un utile monito rivolto ai legislatori nazionali, affinché prestino particolare attenzione a scongiurare i rischi di cui si è trattato.

5.6.3. La scelta dei Paesi Bassi

Essendo la Direttiva stata emanata nel giugno 2019, ad oggi molti degli Stati Membri non ne hanno ancora integrato le disposizioni nei propri ordinamenti: la scelta fra *APR* e *EU-RPR*, dunque, resta ancora aperta per la quasi totalità di loro.

Fanno eccezione in tal senso i Paesi Bassi, che avevano già avviato da tempo degli studi finalizzati al rinnovamento del proprio codice dell'insolvenza, e che hanno portato a termine questo percorso a fine 2019, con la promulgazione della nuova normativa⁸⁴⁰. Rilevante è il fatto che nella relazione illustrativa⁸⁴¹ si affermi la corrispondenza delle previsioni del testo alle prescrizioni della Direttiva 1023/2019, il che rende dunque il legislatore olandese il primo ad aver dato attuazione all'intervento europeo.

Data l'asserita conformità alle prescrizioni della Direttiva, risulta interessante osservare come questo ordinamento abbia deciso di delineare il proprio meccanismo di *cram-down*.

Si può sostanzialmente affermare che il codice olandese abbia scelto la *APR* come regime di priorità⁸⁴², dunque nessuno spunto aggiuntivo è stato offerto per risolvere i

⁸⁴⁰ Dutch *Act on the Confirmation of Private Plans*, pubblicato il 5 luglio 2019. D'ora in Avanti vi si farà riferimento con la denominazione abbreviata di "*ACPP*".

⁸⁴¹ RESOR, *Explanatory Memorandum to the Bill on the Act on the Confirmation of Private Plans*, 2019, disponibile su https://www.resor.nl/wp-content/uploads/2020/03/WHOA_ENG.pdf, ultimo accesso 23.55 del 15/05/2020.

⁸⁴² Si veda *ACPP* article 384(4)(a).

dubbi sopra elencati. Tuttavia, sono state introdotte due previsioni interessanti riguardo alla concreta modalità di applicazione del *cram-down*, ovvero: da una parte la possibilità per le classi dissenzienti di sottrarsi all'esecuzione di un piano omologato (dunque conforme alla priorità assoluta), accettando la corresponsione immediata di una somma di denaro pari al valore che avrebbero ricevuto in caso di liquidazione del complesso produttivo (importo che, nel caso fosse stato realisticamente possibile cedere l'azienda "in blocco", comprende anche la quota di *surplus* derivante dalla continuità aziendale che spetta alla parte in questione) e rinunciando dunque ad una parte del valore del proprio credito⁸⁴³; dall'altra, la possibilità di omologare il piano tramite *cram-down* anche derogando alla *APR*, ove vi siano delle ragioni specifiche che giustifichino tale deviazione e sempre che ciò non pregiudichi gli interessi dei creditori⁸⁴⁴.

In concreto, dunque, la procedura dovrebbe funzionare come descritto di seguito.

Il piano di ristrutturazione viene presentato e votato. Se sostenuto dalle maggioranze richieste, il piano viene omologato, il debitore riceve il *discharge* e si può procedere all'esecuzione⁸⁴⁵.

Ove invece il *quorum* non venisse raggiunto, ma vi sia il supporto di almeno una classe *in-the-money*⁸⁴⁶, il proponente potrà richiedere al giudice di esercitare il *cram-down* riguardo alle classi dissenzienti e si procederà a verificare che la quota di utilità loro offerta in compensazione sia equivalente all'intero importo delle rispettive pretese. Qualora lo fosse, il piano verrà omologato e potrà essere eseguito, ma i componenti della classe dissenziente avranno un'ultima possibilità di svincolarsi (anche singolarmente) dalla ridefinizione delle pretese come prevista dal piano, domandando che venga emesso in loro favore un pagamento in denaro equivalente all'importo che avrebbero ricevuto in caso l'impresa fosse stata liquidata. Si potrebbe definire questa possibilità come una forma di monetizzazione del valore garantito dal *REAL test*, in quanto la somma erogata corrisponde alla soglia individuata dal suddetto test.

⁸⁴³ Si veda *ACPP* article 384(4)(b).

⁸⁴⁴ Si veda *ACPP* article 384(4)(a).

⁸⁴⁵ Si veda *ACPP* article 385.

⁸⁴⁶ Si veda *ACPP* article 383 (1).

Inoltre, in caso questa opzione venisse esercitata, si verrebbe a creare un *surplus* di risorse, disponibile per soddisfare le parti che hanno scelto di non esercitare il diritto d'uscita, corrispondente alla differenza fra il valore originariamente assegnato ai creditori uscenti e quello loro riconosciuto in occasione dell'abbandono dalla ristrutturazione. Tali utilità residue verrebbero ridistribuite agli *stakeholders* nel rigoroso rispetto dell'ordine delle priorità, fino all'integrale soddisfazione delle pretese ammesse alla procedura⁸⁴⁷.

Vi è però un'ulteriore eventualità, che si presenta nel caso in cui venga richiesto il *cram-down* dal proponente e la Corte riscontri che le quote destinate alle classi dissenzienti non soddisfino lo standard della *absolute priority*: in tale circostanza il proponente potrà richiedere all'autorità giudiziaria di omologare comunque la ristrutturazione, in virtù di specifiche circostanze che rendano questa forma di soddisfazione inferiore al dovuto: 1. non concretamente evitabile e 2. vantaggiosa per gli stessi dissenzienti⁸⁴⁸.

La presenza di entrambi gli elementi dovrà essere dimostrata da chi supporta il piano e, ove l'autorità giudiziaria li ritenesse entrambi sussistenti, se ne potrà autorizzare l'esecuzione. Anche in tal caso, tuttavia, ai creditori dissenzienti sarà permesso esercitare il proprio "diritto d'uscita" e domandare la liquidazione dell'importo garantito dal *REAL* test⁸⁴⁹.

Benché la scelta del legislatore olandese sia ricaduta sulla *APR*, sembra tuttavia opportuno far notare che: da una parte si è riconosciuto che le deroghe al suddetto regime possano essere talvolta giustificate e persino rese convenienti da specifiche circostanze; dall'altra si è introdotto un istituto (la "opzione di uscita") che apporta una sostanziale novità all'assetto di *APR* come conosciuto sinora e che potrebbe forse risultare utile anche ad altri legislatori nazionali⁸⁵⁰.

⁸⁴⁷ Così secondo N. TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings: A Normative Foundation and Framework*, op. cit., pp. 223-246.

⁸⁴⁸ Si veda *ACPP* article 384(4)(a).

⁸⁴⁹ RESOR, *Explanatory Memorandum to the Bill on the Act on the Confirmation of Private Plans*, 2019, disponibile su https://www.resor.nl/wp-content/uploads/2020/03/WHOA_ENG.pdf, ultimo accesso 23.55 del 15/05/2020.

⁸⁵⁰ Il "diritto di uscita", pur rappresentando una forma di tutela molto efficace nei confronti delle classi di

5.6.4. Spunti per l'attuazione della Direttiva

La solerzia dei Paesi Bassi sembra essere stata un'eccezione nel panorama europeo, in quanto quasi tutti gli Stati devono ancora dare attuazione alla Direttiva. Si propongono dunque una serie di considerazioni personali, in merito a possibili modalità di applicazione delle previsioni ivi contenute.

La prima è di carattere generale e concerne il contesto socioeconomico in cui tali prescrizioni dovranno essere applicate.

Si è già accennato in apertura di capitolo come la realtà europea sia connotata da una presenza soverchiante di micro, piccole e medie imprese⁸⁵¹. Ciò implica che, anche dal punto di vista occupazionale, l'incidenza di questo segmento imprenditoriale sull'economia dell'Unione sia molto forte⁸⁵².

Se ne deduce pertanto che, vista la sua fondamentale importanza per il sistema economico, il fenomeno della piccola e media impresa necessita di un'attenzione molto profonda in tutti i suoi aspetti: non fa eccezione il diritto dell'insolvenza.

creditori dissenzienti, pone rilevanti problemi di reperimento della liquidità necessaria in capo al debitore: come visto nel capitolo 1, infatti, la contrazione dei flussi di cassa è una delle principali caratteristiche della fase di crisi. Ciononostante, se introdotto mediante disposizioni che tengano adeguatamente conto della carenza di liquidità che potrebbe affliggere l'impresa in tali circostanze, potrebbe essere teoricamente impiegato come istituto alternativo al *cram-down*. Si tratta tuttavia di speculazioni meramente teoriche in quanto la Direttiva 1023/2019 impone agli Stati Membri di integrare il meccanismo del *cram-down* nei rispettivi ordinamenti e non farlo costituirebbe una violazione del diritto dell'Unione.

⁸⁵¹ Il 99% delle imprese europee, secondo European Commission, Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs, *Entrepreneurship and Small and medium-sized enterprises (SMEs)*, disponibile su https://ec.europa.eu/growth/smes_en, ultimo accesso 00.01 del 16/05/2020. Dando invece uno sguardo al contesto italiano, i dati riportano che nel nostro Paese circa il 77% delle imprese sono micro o piccole realtà (secondo le categorizzazioni della Raccomandazione (UE) 2003/361), mentre le medie ammontano approssimativamente al 15% del totale. Seguono le grandi, che compongono il restante 8%. Fonti dei dati italiani: Prometeia, *Pmi, quanto conta in Italia il 92% delle aziende attive sul territorio?*, in *Il sole 24 ore*, pubblicato il 10/07/2019, disponibile su <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2019/07/10/40229/>, ultimo accesso 23:40 del 11/06/2020; Cerved, Rapporto Cerved PMI 2018, 2018, disponibile su <https://know.cerved.com/wp-content/uploads/2018/11/PMI-2018-intero.pdf>, ultimo accesso 23:40 del 11/06/2020.

⁸⁵² *Ibidem*.

Preme dunque richiamare alla mente quanto già esposto nel paragrafo 4.2.7. in merito alle diverse esigenze che entrano in gioco nelle ristrutturazioni di realtà imprenditoriali minori e che dunque dovrebbero essere oggetto di specifica considerazione nella stesura di un testo legislativo.

La Direttiva sembra tener conto di tali elementi: si notano in proposito numerosi riferimenti alle piccole e medie imprese nei *Considerando*⁸⁵³ e anche svariate possibilità di deroga concesse ai legislatori nazionali nel dettare norme rivolte a queste particolari realtà⁸⁵⁴.

Ciò che tuttavia sembra di intuire dalla configurazione dell'intervento, è che vengano poste delle regole generali per tutte le imprese e che poi vengano consentite delle deroghe mirate, in considerazione delle particolari esigenze delle realtà minori. A parere di chi scrive, questa impostazione costituisce prova di una discreta sensibilità riguardo alle esigenze delle piccole e medie imprese, ma che potrebbe tuttavia essere migliorata: data la rilevanza del fenomeno, infatti, si potrebbe considerare la possibilità di elaborare intere procedure destinate esclusivamente alla gestione delle crisi aziendali di piccole entità.

5.6.4.1. Lo SBRA come possibile modello da imitare

L'esempio a cui si guarda è fornito dallo *SBRA*: un *corpus* normativo pensato per le micro e piccole imprese e disponibile esclusivamente a realtà che integrano requisiti dimensionali ben precisi⁸⁵⁵.

Un approccio più mirato consentirebbe forse di affrontare più specificamente i problemi che affliggono le aziende minori, configurando istituti e modalità procedurali anche molto diverse rispetto a quelle destinate alle altre imprese.

⁸⁵³ Si vedano, ad esempio, i *Considerando* 7, 17, 18, 29, 44, 45, 58, 59, 93 Direttiva 1023/2019.

⁸⁵⁴ Si vedano, ad esempio, artt. 2, 4, 8, 9, 11, 12 Direttiva 1023/2019.

⁸⁵⁵ Si veda il paragrafo 3.3.

Scendendo maggiormente nel dettaglio, si ribadisce la necessità di delineare procedimenti più snelli rispetto a quelli destinati alla gestione delle crisi delle grandi imprese (si veda in merito 4.2.7.), ma si intende soprattutto mettere in evidenza il nuovo parametro di equità che il legislatore USA ha introdotto per le ipotesi di omologazione dei piani mediante *cram-down*.

Alcuni commentatori lo hanno denominato “*best effort*”⁸⁵⁶ (in italiano si potrebbe tradurre con l’espressione “massimo impegno”) e, come già visto, tale requisito impone che ai creditori vengano destinati tutti gli utili prodotti dall’impresa nell’arco di tre o cinque anni, eccezion fatta per quelli strettamente necessari alla soddisfazione delle esigenze di mantenimento del debitore e di eventuali soggetti a suo carico⁸⁵⁷.

Nel paragrafo 4.2.7. si è esaminato tale parametro, evidenziando anche come si potessero ben sollevare interrogativi in merito, specialmente riguardo alla forte rilevanza del ruolo giudiziale ed alla potenziale ingiustizia che il procedimento potrebbe costituire nei confronti dei creditori. Ciononostante, non si è mancato di notare come questo nuovo approccio potesse costituire una buona soluzione per le problematiche connesse all’utilizzo del *cram-down* con APR nelle riorganizzazioni di piccole imprese, in quanto capace di fornire ai debitori un buon incentivo a ricorrere alla procedura senza far loro temere di perdere il controllo sull’impresa (e con esso, la propria fonte di reddito).

Ciò detto, pare opportuno a chi scrive richiamare l’attenzione di eventuali interessati al monitoraggio dei risultati che l’applicazione della nuova procedura di *Subchapter V* avrà negli USA. I motivi sono due: il primo è che si tratta di una riforma specificamente pensata per le piccole e medie imprese e dalla cui osservazione si potrebbero dunque trarre utili insegnamenti, specialmente in vista dell’adeguamento delle legislazioni nazionali alle disposizioni della Direttiva; il secondo, che il parametro di *best effort* potrebbe forse costituire un’esperienza da imitare, ove la sua applicazione fornisse riscontri positivi.

⁸⁵⁶ 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)*, op. cit.

⁸⁵⁷ Si veda paragrafo 3.3.

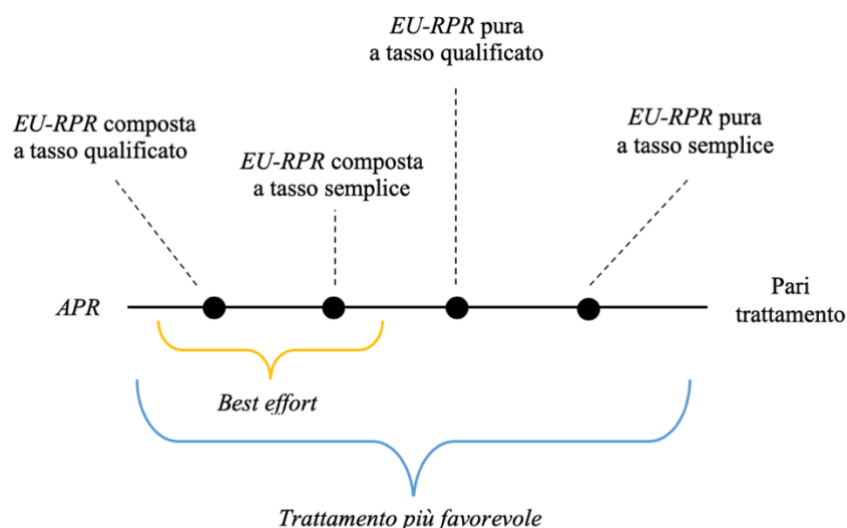
5.6.4.1.1. La corrispondenza del parametro di "best effort" con lo standard del "trattamento più favorevole"

Come anticipato sopra, la nuova tipologia di indicatore di equità introdotta negli USA potrebbe agevolmente costituire una forma di attuazione delle previsioni della Direttiva, in quanto sembrerebbe (a parere di chi scrive) sia porsi in linea con gli obiettivi della stessa, che essere rispettoso del dato testuale dell'art. 11(1)(c). Si illustrano le ragioni di quanto sostenuto.

Sul piano teorico, il parametro del *massimo impegno* può essere considerato un tipo di priorità relativa: elaborando delle modalità applicative adeguate, infatti, è possibile configurare delle forme di tutela "decrescenti", via via che diminuisce il grado gerarchico delle pretese creditorie. Nella normativa USA, ad esempio, gli interessi dei creditori garantiti sono maggiormente protetti rispetto a quelli dei chirografari⁸⁵⁸ ed anche questi ultimi, in caso di *cram-down*, ricevono un trattamento *più favorevole* di quello riservato al debitore. Basandosi sul metodo di comparazione elaborato, infatti, si osserva come il diritto alla percezione degli utili del debitore sia limitato allo stretto necessario per la sopravvivenza sua e di eventuali soggetti a carico, mentre quello dei chirografari sia invece esteso a tutto ciò che eccede tale soglia.

Collocando dunque questo nuovo tipo di priorità sulla immaginaria linea di cui si parlava poc'anzi, lo si troverebbe indicativamente compreso fra la *EU-RPR* "pura" con superiorità semplice e la *APR*, con possibilità di spaziare lungo questo intervallo a seconda delle specifiche modalità applicative scelte.

⁸⁵⁸ Si veda paragrafo 3.3.



Oltre a quanto già menzionato, esiste una seconda ragione per la quale il parametro del “massimo sforzo” potrebbe costituire una buona soluzione nell’ottica di attuare correttamente ed efficacemente le disposizioni della Direttiva. Si è visto, in precedenza, come obiettivo principale dell’intervento sia quello di fornire un quadro legislativo per l’introduzione di procedure di ristrutturazione preventiva volte a concedere una seconda opportunità a imprenditori onesti ma sfortunatamente incappati in un momento di temporanea difficoltà⁸⁵⁹. Nell’intento delle istituzioni europee simili istituti dovrebbero consentire di affrontare la crisi in uno stadio iniziale, così da contrastarla efficacemente e permettere a tutti gli *stakeholders* di beneficiare di una risoluzione tempestiva della stessa.

Il parametro del *best effort* sembra particolarmente adatto a perseguire tali finalità, in quanto:

1. Non fa perdere all’imprenditore il controllo sull’impresa all’esito della procedura in caso di *cram-down*⁸⁶⁰, dunque può essere particolarmente adatto per gestire quei casi, come nelle piccole e medie imprese, in cui la proprietà è coinvolta quotidianamente nelle attività produttive, e coinvolgerla nella ristrutturazione significa salvare il patrimonio immateriale di competenze specifiche che la proprietà porta con sé e garantire una maggiore probabilità di uscita dalla crisi. Inoltre, grazie

⁸⁵⁹ Si veda il paragrafo 5.2.1.

⁸⁶⁰ Si veda il paragrafo 4.2.7.

alla miglior valorizzazione del patrimonio che una simile operazione rende possibile, i creditori potrebbero verosimilmente recuperare somme maggiori rispetto a quelle che otterrebbero tramite una liquidazione;

2. Non priva il debitore né del proprio impiego, né della fonte di reddito familiare⁸⁶¹. Anche questo aspetto potrebbe rivelarsi particolarmente importante in quei casi di realtà minori in cui l'attività è fonte di sostentamento non solo per l'imprenditore, ma anche per la sua famiglia, specialmente ove costui abbia soggetti a carico. Certo, l'esecuzione del piano di ristrutturazione, specialmente se omologata tramite *cram-down*, richiederà dei sacrifici al debitore; tuttavia questi saranno limitati nel tempo e la somma di denaro riservata all'imprenditore assicurerà a lui ed ai soggetti a carico la soddisfazione delle esigenze indispensabili⁸⁶². È inoltre rilevante notare che la continuità aziendale permetterà sia all'imprenditore che ai dipendenti di conservare il proprio impiego, nonché fonte di sostentamento (il *best effort* prevede infatti che la porzione di risorse non destinata alla soddisfazione dei creditori comprenda anche il pagamento degli stipendi ai dipendenti)⁸⁶³.

3. In virtù delle due caratteristiche sopra esposte, la prospettiva di affidarsi alle procedure di insolvenza potrebbe risultare meno scoraggiante, nei confronti dell'imprenditore, di quanto non lo sia attualmente: ciò sembra porre il requisito del *best effort* in profonda armonia con il quadro di ristrutturazione preventiva. L'incentivo potrebbe poi essere affinato in modo da rendere ancora più incisiva la spinta a ricorrere alla procedura in fasi in cui la crisi si è appena manifestata e poter così affrontare il problema in maniera tempestiva.

4. Assicura ai creditori la percezione della quasi totalità degli utili nell'arco del periodo di esecuzione del piano⁸⁶⁴: ciò significa che ove l'impresa fosse redditizia, potrebbero ricevere compensi decisamente superiori a quelli che avrebbero realizzato tramite una liquidazione. Inoltre, disporre di procedure più efficienti per il recupero crediti potrebbe avere effetti positivi sul mercato del credito.

⁸⁶¹ *Ibidem*.

⁸⁶² *Ibidem*.

⁸⁶³ *Ibidem*.

⁸⁶⁴ Si veda il paragrafo 4.2.7.

Il neonato *Subchapter V*, con il suo parametro di *best effort*, sembra perciò essere, a parere di chi scrive, un'esperienza da monitorare attentamente, in quanto potrebbe rivelarsi un utile e innovativo strumento da impiegare nelle ristrutturazioni di piccole realtà imprenditoriali, nonché un possibile esempio di attuazione dell'art. 11 Direttiva (UE) 1023/2019.

5.6.4.1.2. Spunti per le concrete modalità di attuazione della Direttiva

Nonostante l'indicatore del *massimo impegno* possa costituire un modello da imitare, determinate scelte normative effettuate dalla riforma statunitense hanno destato perplessità in chi scrive⁸⁶⁵. Tali circostanze potrebbero tuttavia consentire ai legislatori europei di osservare quanto già realizzato altrove e migliorare (se necessario) ulteriormente un istituto che sembrerebbe già mostrare buone potenzialità.

Scendendo più nel dettaglio, e riprendendo la riflessione esposta nel paragrafo 4.2.7., si evidenzia come le tematiche in merito alle quali considerare la possibilità di deviazioni rispetto al percorso americano, siano: il grande rilievo del ruolo giudiziale e l'impossibilità per i creditori di sottrarsi all'esecuzione del piano, ove l'operazione non fosse ritenuta redditizia.

Riguardo alla prima, si reputa opportuno suggerire una maggiore specificazione dei criteri in base ai quali l'autorità giudiziaria debba determinare l'entità della somma da riservare al debitore: sarebbe in tal senso apprezzabile determinare *ex ante* gli indicatori cui parametrare l'entità del sacrificio richiesto (in termini di tenore di vita) e magari riflettere anche sull'eventualità che si presentino occasioni di investimento durante il periodo di esecuzione della ristrutturazione, decidendo come gestire simili circostanze (permettere o meno all'impresa di coglierle e nel caso, con quali cautele e con il consenso di chi). Così facendo, non solo il compito dell'autorità giudiziaria risulterebbe facilitato

⁸⁶⁵ Si rimanda al paragrafo 4.2.7. per maggiori dettagli.

(e la sua responsabilità alleggerita), ma si consentirebbe anche ai creditori di avere qualche elemento in base al quale calcolare *ex ante* il probabile tasso di recupero che l'operazione offrirebbe. Ciò potrebbe infondere loro maggiore fiducia nell'affidarsi a simili procedure, con possibili ricadute positive sul mercato del credito.

Relativamente alla seconda, invece, si evidenziava nell'analisi del *Subchapter V* la grande difficoltà per i creditori di svincolarsi dalla ristrutturazione ove non ritenessero conveniente l'operazione (a causa di aspettative pessimistiche sulla redditività dell'impresa)⁸⁶⁶. Apprestare dei correttivi parrebbe opportuno agli occhi chi scrive, in modo da fornire ai titolari di pretese una forma di tutela dei propri diritti, nell'ambito di una procedura che (condivisibilmente) tende a concentrare il potere di gestione del caso nelle mani del debitore e dell'autorità giudiziaria.

Possibili soluzioni potrebbero ad esempio essere individuate: o nell'inserimento di un "*minimum support*" test, richiedendo perciò che almeno una parte (anche minima) dei creditori sostenga il tentativo di ristrutturazione; oppure prevedendo un diritto d'uscita sul modello olandese, che conceda a favore delle parti intenzionate a disinvestire l'erogazione dell'importo che probabilmente avrebbero ottenuto in una procedura di tipo liquidatorio.

5.6.4.1.2.1. Una possibile modalità di ristrutturazione con il parametro del "best effort"

Conseguentemente a quanto sinora considerato, si tenta di elaborare qui un modello di ristrutturazione delle micro e piccole imprese, che concretizzi tutti gli spunti tratti dall'osservazione e dal commento degli istituti previamente analizzati.

Come anticipato, il fulcro del procedimento sarà costituito dal parametro del *best effort*, in quanto ritenuto da chi scrive particolarmente adatto alle realtà imprenditoriali minori.

⁸⁶⁶ Si veda il paragrafo 4.2.7.

5.6.4.1.2.1.1. L'apertura del procedimento e la nomina degli organi ausiliari

L'accesso all'istituto sarà consentito sin dalle prime avvisaglie della crisi, così da poter offrire un efficace rimedio preventivo contro le difficoltà economiche.

Il debitore presenterà una domanda di ammissione alla procedura, allegando tutta la documentazione necessaria ad effettuare una valutazione completa dell'impresa.

Una volta presentata la domanda, il giudice ne valuterà i presupposti legali e, ove sussistenti, dichiarerà la sospensione degli eventuali procedimenti in svolgimento nei confronti dell'impresa e l'inammissibilità delle nuove domande giudiziali. Nominerà inoltre immediatamente una figura professionale assimilabile ad un *commissario giudiziale*, che avrà l'incarico di assistere fin da subito il debitore nel percorso di ristrutturazione (fornirà dunque, ad esempio, assistenza al debitore nella gestione aziendale, nella stesura del piano e nelle negoziazioni con i creditori).

Infine, tutte le informazioni contenute nei documenti inizialmente depositati saranno immediatamente rese disponibili ai creditori coinvolti nella ristrutturazione.

Per un efficace espletamento dei compiti assegnati, il professionista nominato dal giudice avrà accesso, in via confidenziale, a tutte le informazioni inerenti l'attività economica del debitore. Tuttavia, benché incaricato di rendere più agevole la transizione dell'impresa attraverso la crisi, il consulente agirà sempre nell'interesse pubblico: sarà pertanto incaricato di relazionare all'autorità giudiziaria in merito al proprio operato e coadiuvare quest'ultima nel prendere le migliori decisioni possibili, anche qualora dovessero risultare contrastanti con la volontà del debitore.

In relazione a ciò, il professionista nominato effettuerà una valutazione preliminare sulla fattibilità e la convenienza di intraprendere una ristrutturazione: qualora egli reputasse preferibile una qualsiasi soluzione alternativa, ne informerà senza indugio l'autorità giudiziaria, la quale potrà (pur non essendo vincolata) in seguito decidere di convertire il procedimento in una liquidazione o dichiararne l'estinzione senza contestualmente avviarne un secondo.

5.6.4.1.2.1.2. Le negoziazioni, il voto, e l'omologazione del piano

Come nello *SBRA*, il ricorrente avrà a disposizione un breve intervallo di tempo per negoziare le assegnazioni con i creditori e presentare al giudice un piano di ristrutturazione elaborato con l'aiuto del summenzionato professionista, nonché tutta la documentazione necessaria ad effettuare una valutazione completa dell'operazione. Tali informazioni saranno disponibili a tutte le parti coinvolte, che potranno anche richiedere integrazioni in merito, ma senza formalità e senza prolungamenti dei termini. Il consulente tecnico si occuperà di metterle a disposizione nel più breve tempo possibile.

Il termine per la presentazione del piano sarà perentorio e la sanzione processuale sarà costituita dall'estinzione del procedimento (o eventuale conversione in liquidazione, ove ne ricorressero i presupposti per l'apertura d'ufficio). Saranno possibili rimessioni in termini solo se supportate da motivazioni eccezionali e con il parere favorevole del professionista incaricato.

Una volta depositato il piano presso l'autorità giudiziaria, tutte le parti coinvolte avranno a disposizione un breve termine per votare. In caso di approvazione da parte delle maggioranze necessarie, il piano potrà essere omologato (previa verifica del rispetto delle altre condizioni) ed eseguito. Il debitore sarà conseguentemente liberato dalle obbligazioni pregresse e le parti coinvolte diverranno titolari dei nuovi diritti pattuiti.

Ove invece non fosse raggiunto il *quorum* richiesto, il debitore potrà chiedere l'omologazione mediante *cram-down*.

Affinché ciò sia possibile, il giudice dovrà innanzitutto accertarsi che il piano sia sostenuto almeno da una frazione minoritaria dei crediti ammessi alla procedura (specificamente determinata dalla legge; ad esempio il 10 o 20%): ciò costituisce una forma di tutela *ex ante* per i creditori, poiché consente loro di non restare coinvolti in una ristrutturazione che nessuno ha intenzione di intraprendere.

Verificata l'esistenza del sostegno minimo, si procederà a valutare l'equità del piano, alla luce delle distribuzioni proposte.

Per quanto riguarda i creditori prelatizi, dovrà essere loro destinato un ammontare di risorse di valore attuale almeno pari a quello dei beni su cui insistono i rispettivi vincoli di garanzia: ciò garantirà il rispetto delle priorità contrattualmente pattuite (o imposte dalla legge). L'eventuale importo residuo, non coperto dal valore attuale delle garanzie, confluirà nella categoria chirografaria e riceverà il trattamento corrispondente.

Per i creditori chirografari (ed eventuali subordinati), invece, si utilizzerà il parametro del *massimo impegno*, che, al fine di fornire un'adeguata tutela nei loro confronti, sarà utilizzato nella maniera che ci si accinge a descrivere.

Il piano, elaborato con l'ausilio del professionista e sottoscritto dallo stesso, dovrà contenere le proiezioni del probabile rendimento dell'impresa negli anni successivi all'omologazione (indicativamente per almeno tre - quattro anni, a seconda del termine scelto dal legislatore).

Perché la ristrutturazione possa risultare vantaggiosa per le parti, le utilità che i creditori riceveranno durante il periodo di esecuzione del piano dovranno risultare complessivamente maggiori rispetto ai valori individuati del *REAL* test. Ciò implica che, come minimo, le stime contenute nel piano dovranno prevedere che l'impresa riuscirà a realizzare un *utile* tale da: a) permettere al debitore di sostenere sé stesso ed eventuali soggetti a carico; e b) fornire ai creditori un recupero maggiore o uguale di quanto sarebbe loro spettato nello scenario *REAL* (considerando anche il rimborso delle spese sostenute a causa e in funzione del procedimento).

L'autorità giudiziaria effettuerà dunque questa verifica preliminare, anche se, essendo la procedura giunta alla sua fase finale, si presume che tale requisito minimo sia già stato soddisfatto (seppur in ottica probabilistica). In caso contrario, infatti, il consulente nominato dal giudice avrebbe già dovuto invitare quest'ultimo a concludere il procedimento.

La verifica successiva riguarderà più strettamente le assegnazioni. Il piano dovrà difatti prevedere che, nell'arco del periodo di esecuzione, saranno destinati ai chirografari dissenzienti tutti gli *utili* che non siano strettamente necessari al

sostentamento del debitore e di eventuali soggetti a suo carico⁸⁶⁷, oppure che sia loro assegnata una quantità di risorse equivalenti al suddetto importo.

Ove il giudice ritenesse equa la quota di utili trattenuta dal debitore e integrati tutti gli altri requisiti, il piano verrebbe omologato e si passerebbe così alla fase di esecuzione; diversamente, invece, l'autorità giudiziaria dovrebbe proporre al debitore un incremento della porzione spettante ai creditori, nella misura ritenuta opportuna: qualora costui accettasse, il piano potrebbe essere omologato; viceversa, la domanda di omologazione verrebbe rigettata e si concluderebbe il procedimento.

5.6.4.1.2.1.3. L'esecuzione del piano

La fase di esecuzione avrà grande rilevanza. Difatti, non solo la liberazione dagli obblighi pregressi sarà concessa al debitore solo dopo aver integralmente eseguito i pagamenti previsti nel piano, ma sarà anche possibile concludere il procedimento di ristrutturazione senza averne completato la fase esecutiva ed eventualmente dichiarare l'apertura della liquidazione, ove ne ricorressero i presupposti.

Una volta omologato il piano, l'assistenza del professionista nominato dal giudice verso il debitore proseguirà; inoltre, gli saranno attribuiti i compiti (e le conseguenti responsabilità) di verificare che i pagamenti verso i creditori siano correttamente eseguiti e di monitorare la fattibilità della ristrutturazione *in itinere*.

Si prospetteranno dunque, una volta iniziata l'esecuzione, tre scenari alternativi, che si vanno di seguito a descrivere.

⁸⁶⁷ In proposito, risulterebbe utile stabilire dei criteri ben precisi per adattare l'importo della somma alle specifiche esigenze di vita del debitore. Sarebbe difatti molto differente l'entità delle ricchezze necessarie per sostenere un soggetto non coniugato e senza familiari a carico, rispetto a quelle che servirebbero per provvedere al mantenimento di una famiglia di quattro persone. La questione diviene ancora più complessa se si prende in considerazione l'ipotesi (piuttosto comune) che una piccola impresa possa essere di proprietà di più soci, ognuno dei quali con soggetti a carico. Si tratta di interrogativi interessanti, le cui risposte contribuirebbero sostanzialmente a plasmare il volto di una eventuale procedura di ristrutturazione ispirata al parametro del *best effort*.

1. Chiusura del procedimento per “ragionevole improbabilità” di adempiere integralmente alle disposizioni del piano.

La legge definirà un primo intervallo di tempo (indicativamente di dodici mesi) durante il quale la fattibilità della ristrutturazione verrà concretamente verificata in base ai risultati economici ottenuti dall’impresa dopo l’omologazione. Il consulente tecnico relazionerà al giudice al termine di questo periodo e, in base alle valutazioni del primo, il secondo deciderà se: estinguere il procedimento senza concedere la liberazione dai debiti pregressi; aprire d’ufficio la liquidazione giudiziale (ove ne ricorressero i presupposti); astenersi dall’intervenire e lasciare che l’esecuzione prosegua (con un meccanismo di silenzio-assenso).

2. Ristrutturazione correttamente eseguita e conseguente liberazione dalle obbligazioni pregresse.

L’esecuzione della ristrutturazione omologata mediante *cram-down* avrà due termini alternativi di durata: il primo, “standard”, di circa tre o quattro anni, sarà determinato a priori dal legislatore individuando un periodo di tempo medio in cui una piccola impresa-modello, potenzialmente redditizia se liberata da una parte dei suoi debiti, possa portare a compimento una ristrutturazione efficace garantendo ai suoi creditori un recupero almeno superiore a quello che avrebbero realizzato in un ipotetico scenario *REAL*; il secondo, invece, termine “supplementare”, entrerà in funzione qualora il debitore possa sì essere in grado di soddisfare le suddette condizioni, ma necessiti di un periodo di tempo aggiuntivo (di massimo uno o due anni) per raggiungere l’obiettivo prefissato.

La durata di una ristrutturazione si concluderà dunque entro il primo o secondo termine, a seconda delle prestazioni economiche dell’impresa. Sarà difatti previsto che già nel piano il debitore indichi preliminarmente entro quanto tempo prevede di riuscire a soddisfare i creditori sino al livello minimo (*REAL test*), scegliendo egli stesso il termine “standard” o quello “supplementare”, a seconda della redditività stimata. Ciononostante, ove l’effettiva quantità di *utili* percepiti dai creditori nel periodo “standard” dovesse smentire le proiezioni del piano, impedendo il raggiungimento del tasso minimo di recupero, la durata dell’esecuzione verrebbe automaticamente prorogata fino al raggiungimento del termine “supplementare”.

Una volta scaduto quest'ultimo, il debitore verrà liberato dalle obbligazioni pregresse se i creditori avranno ottenuto almeno la quantità minima di risorse di cui sopra.

3. Ristrutturazione conclusa senza liberazione del debitore per scadenza del termine supplementare.

Tale ultima ipotesi si concretizza nel caso in cui il debitore, al termine del periodo "supplementare", non sia riuscito a soddisfare i creditori nella misura richiesta: il procedimento si concluderà dunque senza che sia stata ottenuta la liberazione dai debiti pregressi⁸⁶⁸.

Si fornisce una schematica esemplificazione di quanto sinora teorizzato.

5.6.4.1.2.2. Un esempio numerico

La piccola impresa Alfa opera nel settore della ristorazione ed è in declino. I suoi flussi di cassa sono in contrazione a causa di una congiuntura economica sfavorevole che affligge l'intero settore. Gli scarsi incassi del periodo presente hanno provocato una carenza di liquidità tale da non permetterle, di lì a poco, di far fronte alle obbligazioni di prossima scadenza; decide pertanto di ricorrere ad una procedura di ristrutturazione preventiva, così da poter rinegoziare con i propri creditori sia termini che importi dei debiti, senza dover temere azioni esecutive individuali da parte di eventuali *free riders*.

Le alternative realisticamente praticabili sarebbero: continuare l'attività fino alla scadenza delle obbligazioni, sperando in un improbabile (considerata la situazione) recupero; oppure accettare una proposta di cessione del complesso formulata da un

⁸⁶⁸ Al fine di non precludere il raggiungimento dell'obiettivo a debitori che entro la scadenza del termine supplementare siano riusciti a destinare ai creditori un ammontare di ricchezze di poco inferiore all'importo-limite, potrebbe essere previsto un ultimo termine "d'emergenza" (di massimo dodici mesi) di cui potrebbero usufruire solo le imprese che siano riuscite a versare ai chirografari solo il 90-95% dell'importo-soglia. Anche durante questo ultimo periodo, tuttavia, il debitore potrebbe trattenere soltanto la quota di *utili* necessaria per il sostentamento suo e dei soggetti a carico.

concorrente di maggiori dimensioni, che spera di sfruttare il momento di crisi per espandere il giro d'affari, acquistando a prezzi ribassati.

Dai documenti allegati alla domanda di ammissione alla procedura, emergono le seguenti informazioni:

- attivo patrimoniale di valore attuale stimato 1.500.000 (in attività);
- indebitamento complessivo di 1.500.000, di cui 1.000.000 coperti da garanzie e 500.000 non garantiti;
- offerta del potenziale acquirente di 900.000.

Alfa viene ammessa alla procedura di ristrutturazione e, dopo aver consultato il consulente tecnico nominato dal giudice, propone ai creditori un piano di ristrutturazione dai seguenti contenuti:

- il principale immobile dell'azienda (vincolato a garanzia dei crediti prelatizi), di valore attuale stimato 800.000, verrà venduto, e la sede trasferita in un locale di minor pregio (valutato 600.000). L'operazione dovrebbe (secondo le proiezioni) generare un *surplus* di 200.000, che, una volta percepito, verrebbe immediatamente destinato, in forma liquida, a favore dei prelatizi. Dei rimanenti 800.000 che spetterebbero ai prelatizi, i 600.000 ottenuti dalla cessione del vecchio immobile, verranno pagati a rate nell'arco di tre anni (termine "standard" dell'esecuzione) e il nuovo credito sarà garantito da un'ipoteca concessa sul nuovo immobile. I restanti 200.000 invece, eccedenti il ricavo stimato della vendita, confluiranno nella categoria delle pretese chirografarie;

- i crediti chirografari ammonterebbero così a 700.000 (500.000 + 200.000) e il debitore propone per essi di saldarne solo il 35% (cioè 245.000) in tre anni, con pagamenti rateizzati;

- il debitore stima di poter adempiere alle nuove obbligazioni (sia garantite che non) cedendo ai creditori una parte degli *utili* futuri, i quali, secondo i suoi calcoli, ammonteranno circa a: 150.000 il primo anno, 350.000 il secondo, 450.000 il terzo.

I creditori prelatizi votano a favore, mentre i chirografari, non reputando conveniente l'operazione, si dichiarano contrari. Il debitore, allora, intenzionato ad

eseguire comunque la ristrutturazione, domanda al giudice l'omologazione mediante *cram-down*.

Il giudice verifica innanzitutto che ai chirografari dissenzienti venga destinato almeno quanto avrebbero ricevuto nell'ipotesi alternativa (cessione) e riscontra che i prelatizi avrebbero in tal caso percepito 700.000 (valore imputabile ai beni garantiti secondo l'offerta di acquisto), mentre ai chirografari sarebbero spettati i rimanenti 200.000: il *REAL* test può dirsi pertanto superato.

Verificato ciò, l'autorità giudiziaria determina l'entità della quota di *utili* destinata al debitore per il sostentamento suo e di eventuali soggetti a carico, e stabilisce che questa ammonterà a 20.000 ogni anno; le risorse residue, una volta detratti gli importi spettanti ai prelatizi (nella misura specificata nel piano), saranno destinate alla soddisfazione della classe dissenziente.

Il piano viene così omologato: nei confronti dei prelatizi (che hanno votato a favore), saranno effettuate le distribuzioni previste; riguardo ai chirografari, invece, il debitore sarà vincolato a cedere loro tutta la porzione di *utili* che eccede l'importo destinato al proprio sostentamento (20.000 annui) e le somme destinate alla soddisfazione dei prelatizi (50.000 il primo anno, 200.000 il secondo, 350.000 il terzo).

Si prospettano ora tre scenari paralleli.

1. Nel primo, i risultati economici dell'impresa non rispecchiano le aspettative e gli utili effettivamente percepiti sono di molto inferiori alle proiezioni. Il consulente tecnico riscontra difatti un utile di soli 50.000 durante il primo anno e ritiene che non vi siano grandi prospettive di crescita. Nella relazione preliminare fornita al giudice evidenzia tali circostanze e quest'ultimo ritiene opportuno terminare il procedimento senza concedere al debitore la liberazione dagli obblighi pregressi.

2. Anche nel secondo scenario gli utili prodotti risultano inferiori alle stime contenute nel piano (ad esempio 100.000); tuttavia, il professionista incaricato dal giudice ritiene che vi sia una ragionevole probabilità di riuscire a raggiungere la soglia minima di soddisfazione dei dissenzienti, almeno entro il termine "supplementare", e pertanto nella relazione preliminare non invita l'autorità giudiziaria a concludere la procedura.

L'impresa giunge alla fine del terzo anno avendo complessivamente generato solo 700.000, dunque il periodo di esecuzione viene automaticamente esteso fino al raggiungimento del termine "supplementare". Il prolungamento dell'esecuzione permette così all'impresa di generare una quantità di utili sufficienti a soddisfare i dissenzienti oltre la soglia minima e il debitore, allo scadere del termine, viene finalmente liberato dai debiti pregressi.

3. Nella terza ipotesi, infine, la redditività dell'impresa rispetta o supera le previsioni effettuate (generando, ad esempio, degli utili pari a 200.000 e 400.000 e 450.000 nel corso dei tre anni). Conseguentemente, allo scadere del primo termine il debitore viene liberato dalle obbligazioni pregresse e il procedimento chiuso.

5.6.5. Un invito ai legislatori nazionali

A conclusione di quanto sinora osservato, ci si permette di esprimere la speranza che le considerazioni espresse possano costituire dei proficui spunti di riflessione per chi volesse affrontare il problema posto dell'armonizzazione fra il diritto della crisi italiano e le disposizioni della Direttiva 1023/2019. L'intervento europeo sembra difatti aver inquadrato degli obiettivi importanti per l'economia dell'Unione e nell'ottica di non vanificarne gli sforzi si reputa opportuno raccomandare un'adeguata ponderazione delle modalità con cui tali prescrizioni verranno introdotte nell'ordinamento nazionale.

Un'attenzione particolare su questo tema sembra inoltre essere richiamata dalla formulazione ampia dell'art. 11(1)(c), che, a parere di chi scrive, permetterebbe agli Stati Membri di adottare una serie di parametri di equità anche molto diversi tra loro, pur rispettando comunque il dettato normativo. Sostenendo dunque l'esistenza di una potenziale varietà di interpretazioni, si suggerisce, in definitiva, ai legislatori nazionali l'adozione di standard di priorità simili a quelli descritti nei paragrafi precedenti. In particolare: uno a forma "mista", *RPR-APR*, per le medie e grandi imprese; un altro, simile al *best effort* immaginato dal legislatore USA, per le realtà micro e piccole.

CONCLUSIONI

Si è così giunti al termine di questo percorso fra i diversi approcci alle distribuzioni di valore nei contesti di ristrutturazione del debito. Si riassumono di seguito le conclusioni tratte.

Nel primo capitolo si è osservato come cambino le dinamiche di interazione fra le parti a seconda che l'istituto utilizzato per risolvere la crisi sia una ristrutturazione o una liquidazione. Inoltre, grazie all'analisi di alcuni contributi aziendalistici, si è cominciato ad ipotizzare che le crisi d'impresa esigessero risposte diverse in base alla dimensione del volume d'affari dei debitori ed al grado di "specializzazione" delle rispettive strutture interne.

Nella seconda parte si è risaliti all'origine storica della *absolute priority rule* e del suo corollario, la *new value exception*, dedicando particolare attenzione alle ragioni che hanno condotto la Corte Suprema statunitense ad elaborare le suddette norme. Tramite l'utilizzo di tale prospettiva, si è avuto modo di notare che la nascita della *APR* fu determinata più dalla necessità "politica" di approntare una forma di tutela per alcune categorie di creditori, che da una vera e propria costruzione teorica basata su solidi principi giuridici. Dimostrazione indiretta ne è la contemporanea predisposizione (da parte della stessa Corte) di una "valvola di sfogo", rappresentata dalla *new value exception*, finalizzata ad evitare che applicazioni troppo rigorose della *regola della priorità assoluta* potessero talvolta ostacolare la fattibilità delle ristrutturazioni.

Nel terzo capitolo si è passata in rassegna la normativa statunitense in materia di ristrutturazione del debito (U.S. Code, Title 11, Chapter 11), dedicando particolare attenzione alle disposizioni che riguardano la *regola della priorità assoluta*.

Si è poi mostrato come il legislatore americano abbia temperato il suddetto regime, scegliendo un parametro di equità alternativo per le ristrutturazioni delle micro e piccole imprese. Rilevante, in merito, è la presa di posizione del Congresso (menzionata nel paragrafo 3.3.) che nel 2019 ha sostenuto apertamente come la *absolute priority rule*

possa risultare inadeguata in determinati contesti: da qui la scelta di utilizzare l'indicatore di *best effort*.

Nella quarta parte ci si è focalizzati sull'analisi della *APR* da più punti di vista.

Esaminando i dati che riguardano gli esiti delle ristrutturazioni statunitensi si è notato come, storicamente, a deviazioni più marcate dalla *absolute priority rule* siano legati minori tassi di recupero per i creditori (rispetto a scenari di maggiore adesione alla regola); inoltre, un secondo andamento rilevante si riscontra osservando le condizioni economiche delle imprese che fanno ricorso alla procedura di Chapter 11: maggiori scostamenti dalla *regola della priorità assoluta* sono correlate a situazioni patrimoniali meno compromesse, mentre un rispetto più rigoroso della stessa è legato a deterioramenti più significativi.

Si è poi concentrata l'attenzione sul dibattito scientifico.

I critici hanno evidenziato gli effetti della regola sulle negoziazioni preliminari alla stesura del piano: in particolare, l'incentivo ai comportamenti di *hold-out* e il rischio di inefficienze causate dalla posizione privilegiata dei creditori *senior*, sembrano essere le maggiori problematiche dell'assetto di *APR*.

Le difese tendono invece a porre l'accento sulle conseguenze negative che un differente regime di priorità potrebbe avere sugli attori economici coinvolti nelle ristrutturazioni, sia da una prospettiva anteriore all'insolvenza, che da una posteriore. Non tutte le considerazioni effettuate, tuttavia, sembrano indistintamente valide per tutte le tipologie di impresa. Alcuni degli argomenti favorevoli alla *APR*, difatti, sembrano essere basati su modelli teorici in cui i soggetti agiscono esclusivamente secondo dinamiche razionali e posseggono tutte le informazioni necessarie per il perseguimento del maggior profitto: ciò può rispecchiare la realtà delle ristrutturazioni di grandi imprese o, più in generale, di attori economici sofisticati, ma più difficilmente si adatta a soggetti di minor dimensione, o connotati da strutture aziendali meno sviluppate.

Si è infine analizzato e commentato il funzionamento del parametro di *best effort*, evidenziando come questo potrebbe costituire una buona risposta alle esigenze delle micro e piccole imprese, purché siano risolte alcune criticità inerenti il ruolo del giudice e la tutela dei creditori.

Nel quinto capitolo è stata presentata la forma di *relative priority rule* adottata dal legislatore europeo con la Direttiva (UE) 1023/2019, per poi illustrarne le relative implicazioni e confrontarla con la *APR*.

Si è preliminarmente notato come la formulazione proposta nell'atto legislativo renda possibili numerose interpretazioni e ponga dei problemi di comparazione fra i trattamenti economici riservati alle parti (in particolare fra debitore e creditori). Si è conseguentemente proposta una soluzione capace di risolvere la questione della disomogeneità delle grandezze riconducendole ad un indicatore di equità alternativo (il “*tasso di sacrificio*”).

Infine, si è dato spazio al confronto tra *APR* e diverse forme di *EU-RPR*, giungendo alle seguenti conclusioni:

1. sia la *absolute priority rule* che la *european relative priority rule* (in qualsiasi forma) sembrano adattarsi meglio alle ristrutturazioni di grandi e medie imprese, sebbene, rispettivamente, in fasi avanzate e preliminari della crisi;
2. nessuna delle due risulta particolarmente adeguata alle esigenze delle micro e piccole imprese, per le cui ristrutturazioni si è invece raccomandato l'impiego di un parametro di *best effort*, simile a quello introdotto negli USA dallo *SBRA*.

A margine, e definitiva chiusura, di quanto esposto nelle precedenti pagine, si esprime la speranza che tale rozzo elaborato possa contribuire a stimolare l'interesse verso lo studio dei regimi di priorità, e magari a fornire qualche spunto di riflessione ad altri e più insigni studiosi. Si rinnova dunque l'invito ad attingere liberamente da questi umili contenuti e si ringrazia il lettore per l'attenzione.

BIBLIOGRAFIA

- MURA, G. ROBERTO, *Il sistema di contabilità generale delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2016.
- L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995.
- F. ANELLI (a cura di), C. GRANELLI (a cura di), A. TORRENTE, P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, Giuffrè, Milano, 2019.
- L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Rivista delle società*, 2004, Vol. 49, p. 1041.
- F. GALGANO, *Diritto Commerciale, Le società*, Zanichelli, Bologna, 2013.
- G. SIRLEO, *La crisi d'impresa e i piani di ristrutturazione*, Aracne, Ariccia, 2009.
- FALINI, *La crisi d'impresa e le sue cause: un modello interpretativo*, Paper 125, Università degli Studi di Brescia – Dipartimento di Economia aziendale, Brescia, 2011.
- G. NINI, D. C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance and Firm Value*, in *The Review of Financial Studies*, 2012, Vol. 25, No. 6, p. 1713.
- L. GUGLIELMUCCI, F. PADOVINI (a cura di), *Diritto fallimentare*, Giappichelli, Torino, 2017.
- T. H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, in *The Yale Law Journal*, 1982, Vol. 91, No. 5, p. 857.
- G. HARDIN, *The Tragedy of the Commons*, Science, New Series, 1968, Vol. 162, No. 3859, p. 1243.
- DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA E G. RODANO, *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, in *Questioni di Economia e Finanza - Occasional Papers, Banca d'Italia*, 2018, No. 430
- L. CARPINELLI, G. CASCARINO, S. GIACOMELLI, V. VACCA, *La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane*, in *Questioni di Economia e Finanza - Occasional Papers, Banca d'Italia*, 2016, No. 311.
- K. S. THORBURN, *Bankruptcy auctions: Costs, debt recovery, and firm survival*,

- in *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 2000, Vol. 58, No. 3, p. 337.
- BRIS, N. ZHU, I. WELCH, *The costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization*, in *The Journal of Finance*, 2005, Vol. 61, No. 3, p.1253.
 - M. LEMMON, Y. MA, E. TASHJIAN, *Survival of the fittest? Financial and economic distress and restructuring outcomes in Chapter 11*, University of Utah - Department of Finance, 2009.
 - L. GUGLIELMUCCI, F. PADOVINI (a cura di), *Diritto fallimentare*, Giappichelli, Torino, 2017.
 - R. G. SABLE, M.J. ROESCHENTHALER, D.F. BLANKS, *When the 363 Sale Is the Best Route*, in *Journal of Bankruptcy Law and Practice*, 2006, Vol. 15.
 - S. C. GILSON, *Creating Value Through Corporate Restructuring*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2010.
 - R. BLAZY, J. MARTEL, N. NIGAM, *Arbitrating between Renegotiation and Bankruptcy: The Case of French Banks Facing Distressed SMEs*, Working Paper 15, Université de Strasbourg - Pôle Européen de Gestion et d'Economie, 2010.
 - E. ADLER, G. TRIANTIS, *Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention*, in *American Bankruptcy Law Journal*, 2017, Vol. 91, p. 563.
 - K. YOST, *The Choice Among Traditional Chapter 11, Prepackaged Bankruptcy, and Out-of-Court Restructuring*, ETD Collection for Purdue University, 2002.
 - G. GERMAIN, *Bankruptcy Law and Practice*, CALI eLangdell Press, U.S.A., 2018.
 - AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, *Commission to Study the Reform of Chapter 11 (2012-2014)*, U.S.A., 2014.
 - F. CIAMPI, *Fondamenti di economia e gestione delle imprese*, Firenze University Press, Firenze, 2004.
 - L. E. LEVINHAL, *The Early History of Bankruptcy Law*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1918, Vol. 66, p. 223.
 - G. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, Foundation Press, 3rd edition, New York, 2001, p. 62.

- MARTIN, *Railroads and the Equity Receivership: An Essay on Institutional Change*, in *The Journal of Economic History*, 1974, Vol. 34, No. 3, p. 685.
- S. J. LUBBEN, *Railroad Receiverships and Modern Bankruptcy Theory*, in *Cornell Law Review*, 2004, Vol. 89, p. 1420.
- D. CHANDLER JR., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1977.
- S. HARRIS, *A Rule Unvanquished: The New Value Exception to the Absolute Priority Rule*, in *Michigan Law Review*, 1991, Vol. 89, No. 8, p. 2301.
- D. G. BAIRD, T.H. JACKSON, *Fraudulent Conveyance Law and Its Proper Domain*, in *Vanderbilt Law Review*, 1985, Vol. 38, p. 829.
- J. FRANK, *Some Realistic Reflections on Some Aspects of Corporate Reorganization*, in *Virginia Law Review*, 1933, Vol. 19, No. 6, p. 541.
- W. O. DOUGLAS, *The Hastings Bill and Lessons Learned From the Bankruptcy Studies*, in *Journal of the National Association of Referees in Bankruptcy*, 1932, Vol. 7, p. 25.
- W. O. DOUGLAS, J. FRANK, *Landlords' Claims in Reorganizations*, in *Yale Law Journal*, 1933, Vol. 42, No. 7, p. 1003.
- R. T. SWAINE, *Reorganization of Corporations: Certain Developments of the Last Decade*, in *Columbia Law Review*, 1927, Vol. 27, No. 8, p. 901.
- J. C. BONBRIGHT, M. M. BERGERMAN, *Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization*, in *Columbia Law Review*, 1928, Vol. 28, No. 2, p. 127.
- G. BAIRD, *Present at the Creation: The SEC and the Origins of the Absolute Priority Rule*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, 2010, Vol. 18, p. 591.
- S. ADAMS, *Toward a New Conceptualization of the Absolute Priority Rule and Its New Value Exception*, *Detroit College Law Review*, 1993, Vol. 1993, p. 1445.
- D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, in *The Yale Law Journal*, 2006, Vol. 115, p.1930.

- K. M. AYOTTE, E. R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, in *Journal of Legal Analysis*, 2009, Vol. 1, Issue 2, Page 511.
- L. J. RUSCH, *The New Value Exception to the Absolute Priority Rule in Chapter 11 Reorganizations: What Should the Rule Be*, in *Pepperdine Law Review*, 1992, Vol. 19, p. 1311.
- N. L. GEORGAKOPOULOS, *New Value, after LaSalle*, in *Bankruptcy Developments Journal*, 2003-2004, Vol. 20, No. 1
- P. AGHION, O. HART, J. MOORE, *The Economics of Bankruptcy Reform*, in *Journal of Law, Economics and Organization*, 1992, Vol. 8, Issue 3, p. 523.
- L. BEBCHUK, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, in *Harvard Law Review*, 1988, Vol. 101, p. 775.
- S.T. BHARATH, V. PANCHAPAGESAN, I. WERNER, *The Changing Nature of Chapter 11*, Indian Institute of Management Bangalore, 2014, Working Paper No. 461.
- L.M. LOPUCKI, *The Debtor in Full Control - Systems Failure under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, in *American Bankruptcy Law Journal*, 1983, Vol. 57, No. 2, p. 99.
- T. C. G. FISHER, J. MARTEL, *Should We Abolish Chapter 11? Evidence from Canada*, CIRANO Série Scientifique, 1996, 96s-22
- E. I. ALTMAN, *Evaluating the Chapter 11 Bankruptcy-Reorganization Process*, in *Columbia Business Law Review*, 1993, Vol.1993, Issue 1, p. 1.
- E.M. FLYNN, *Statistical Analysis of Chapter 11*, Administrative Office of the U.S. Courts, Statistical Analysis And Report Division, Bankruptcy Division, 1989.
- S. JENSEN-CONKLIN, *Do Confirmed Chapter 11 Plans Consummate? The Results of a Study and Analysis of the Law*, in *Commercial Law Journal*, 1992, Vol. 97, p. 297.
- K.J. DELANEY, *Power, Intercorporate Networks, and "Strategic Bankruptcy"*, in *Law & Society Review*, 1989, Vol. 23, No. 4, p. 643.
- D.A. SKEEL, *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance In Chapter 11*, University Of Pennsylvania - Institute For Law And Economics,

2003, Research Paper No. 03-19.

- A.C. EBERHART, W.T. MOORE, R.L. ROENFELDT, *Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings*, in *The Journal of Finance*, 1990, Vol. 45, No. 5, p. 1457.
- E. WARREN, J.L. WESTBROOK, *The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics*, in *Michigan Law Review*, 2009, Vol. 107, p. 603.
- AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, Commission to Reform Chapter 11 (2012-2014), *Final Report*, 2014.
- E.I. ALTMAN, T. KANT, T. RATTANARUENGYOT, *Post-Chapter 11 Bankruptcy Performance: Avoiding Chapter 22*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2009, Volume 21, No. 3, p. 53.
- S. DAHIYAA, K. JOHNB, M. PURIC, G. RAMIREZ, *Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: Empirical evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 2003, Vol. 69, pp. 259–280.
- G. D'ATTORRE, *Concordato con continuità ed ordine delle cause di prelazione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2016, Vol. 1, p. 39.
- G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, in *The Review of Financial Studies*, 2012, Vol. 25, No. 6, p. 1713.
- E.I. ALTMAN, R. BENHENNI, *The Anatomy of Distressed Debt Markets*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2019, Vol. 11, No. 1, p. 21..
- J.D. AYER, *Rethinking Absolute Priority after Ahlers*, in *Michigan Law Review*, 1989, Vol. 87, No. 5, p. 963.
- L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C.G. PAULUS, I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, Wolters Kluwer-CEDAM, Milano, 2018.
- T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, in *The Yale Law Journal*, 1982, Vol. 91, No. 5, p. 857.
- D.G. BAIRD, T.H. JACKSON, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, in *University of Chicago Law Review*, 1984, Vol. 51,

No.1, p. 97.

- L.A. BEBCHUK, *Using options to divide value in corporate bankruptcy*, European Economic Review, 2000, Vol. 44, p. 829.
- M.J. WHITE, *Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings*, in *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1994, Vol. 10, No. 2, p. 268.
- T.H. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, USA, 1986.
- A. SCHWARTZ, *The Absolute Priority Rule and the Firm's Investment Policy*, in *Washington University Law Quarterly*, 1994, Vol. 72, p. 1213.
- F. MODIGLIANI, M. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *The American Economic Review*, 1959, Vol. 49, No. 4, p. 655.
- D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, in *Virginia Law Review*, 2001, Vol. 87, No. 5, p. 921.
- A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, in *The University of Chicago Law Review*, 2011, Volume 78, No. 3, p. 759.
- D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2017, Vol. 165, No. 4, p. 785.
- A. CASEY, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, in *The University of Chicago Law Review*, 2011, Vol. 78, No. 3.
- L.A. BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, in *The Journal of Finance*, 2002, Vol. 57, No. 1, p. 445.
- D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, And The Costs of Bankruptcy*, in *University Of Pennsylvania Law Review*, 2017, Vol. 165 March, No. 4, p. 785.
- D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, in *Virginia Law Review*, 2001, Vol. 87, No. 5, p. 921.

- D.G. BAIRD, D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, in *The Yale Law Journal*, 2006, Vol. 115, p. 1930.
- A. KALAYA, R. SINGHALC, E. TASHJIAN, *Is Chapter 11 Costly?*, in *Journal of Financial Economics*, 2007, Vol. 84, p. 772.
- K. O'ROURKE, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, Columbia Business Law Review, 2005, Vol. 2005, No. 2, p. 403.
- A. SCHWARTZ, A. BRIS, I. WELCH, *Who Should Pay for Bankruptcy Costs?*, in *Yale Law School Faculty Scholarship Series*, 2005, Paper 304.
- A.J. CASEY, E.R. MORRISON, *Beyond Options*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 551, 2016.
- B.E. ADLER, *Priority in Going-Concern Surplus*, in *University of Illinois Law Review*, 2015, Vol. 2015, No. 2, p. 811.
- R. M. HYNES, A. LAWTON, M. HOWARD, *National Study of Individual Chapter 11 Bankruptcies*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, 2017, Vol. 25, No.1, p. 61.
- M. BISOGNO, R. DE LUCA, *Bankruptcy Efficiency and Indirect Costs in Italian SMEs: a Temporal Approach*, in *International Journal of Business Research and Development*, 2014, Vol. 3 No. 2, p. 12.
- T. RITCHER, A. THERY, *Guidance Note on the Implementation of Preventive Restructuring Frameworks under EU Directive 2019/1023: Claims, Classes, Voting, Confirmation and the Cross-Class Cram-Down*, INSOL Europe, April 2020.
- J. M. SEYMOUS, S. L. SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, Duke Law School Public Law & Legal Theory Series, No. 2019-84, in *University of Illinois Law Review*, Forthcoming, Vol. 2021, No. 1.
- R. J. DE WEIJS, A. L. JOKNERS, 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)*, Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper No. 2019-10, Centre for the Study of European Contract Law Working Paper No. 2019-05.

- N. TOLLENAAR, Pre-Insolvency Proceedings: A Normative Foundation and Framework, Oxford University Press, 2019, p. 223.
- S. MADAUS, *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law*, European Business Organization Law Review, Vol. 19, 2018, p. 615.

APPENDICE GIURISPRUDENZIALE

- U.S. Supreme Court, *Louisville Trust Co. v. Louisville, New Albany e Chicago Railway Co.*, 174 U.S. 674 (1899).
- U.S. Supreme Court, *Northern Pacific Railway Company v. Boyd*, 228 U.S. 482 (1913).
- U.S. Supreme Court, *Case v. Los Angeles Lumber Products Co., Ltd.*, 308 U.S. 106 (1939).
- U.S. Supreme Court, *Norwest Bank Worthington, et al., Petitioners v. James R. Ahlers, et ux.* 485 U.S. 197 (1988).
- U.S. Supreme Court, *Kansas City Terminal Railway Co. v. Central Union Trust Co.*, 271 U.S. 445 (1926).
- *In Re Us Truck Co.*, 800 F.2D 581 (6th Circuit 1986)
- *In Re Bernhard Steiner Pianos Usa, Inc.*, 292 B.R. 109 (Bankruptcy N.D. Texas 2002).
- *In re Murel Holding Corp.*, 75 F.2d 941 (2nd Circuit 1935).
- *In re Walat Farms Inc.*, 70 B.R. 330 (Bankruptcy E.D. Michigan 1987) e *In Re Arnold & Baker Farms*, 85 F.3d 1415 (9th Circuit 1996).
- *Piedmont Associates. v. CIGNA Property & Casualty Ins.*, 132 B.R. 75, 79 (N.D. Georgia 1991).
- *In Re 222 Liberty Associates*, 108 B.R. 971, 983-85 (Bankruptcy E.D. Pennsylvania 1990).
- U.S. Supreme Court, *Bank of America v. 203 North LaSalle Partnership*, 526 U.S. 434 (1999).
- *Bank of America v. 203 North LaSalle Partnership*, 526 U.S. 434 (1999).

SITOGRAFIA

- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-di-rischio.html/>, ultimo accesso: ore 13.34 del 03/03/2020.
- <https://www.britannica.com/science/game-theory/The-prisoners-dilemma>, ultimo accesso: ore 19.20 del 16/04/2020.
- https://www.uscourts.gov/sites/default/files/data_tables/stfj_f2_1231.2016.pdf, ultimo accesso: ore 13.34 del 03/03/2020.
- <http://www.loc.gov/teachers/classroommaterials/presentationsandactivities/presentations/timeline/riseind/railroad/>, ultimo accesso: ore 12.10 del 03/03/2020.
- <https://money.cnn.com/galleries/2007/news/0705/gallery.bubbles/2.html>, ultimo accesso: ore 12.11 del 03/03/2020
- https://liberalarts.utexas.edu/coretexts/_files/resources/texts/1936%20FDR%20New%20Deal%20Liberalism.pdf, ultimo accesso: ore 16.14 del 05/03/2020.
- https://www.oyez.org/justices/william_o_douglas, ultimo accesso: ore 16.15 del 05/03/2020
- <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/308/106>, ultimo accesso: ore 19.12 del 12/03/2020
- www.oyez.org/cases/1998/97-1418, ultimo accesso: ore 16.08 del 19/03/2020.
- <https://definitions.uslegal.com/c/cross-collateralization/>, ultimo accesso: ore 12.40 del 22/04/2020.
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/financial-covenants/>, ultimo accesso: ore 12.40 del 22/04/2020.
- <https://marketbusinessnews.com/financial-glossary/key-employee/>, ultimo accesso: ore 16.22 del 15/04/2020.
- <https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/retaining-key-employees-in-times-of-change#>, ultimo accesso: ore 12.55 del 22/04/2020.
- <https://definitions.uslegal.com/k/key-employee-retention-plan-kerp/>, ultimo accesso: ore 16.25 del 15/04/2020.
- <https://ssrn.com/abstract=2354352>, ultimo accesso: ore 13.00 del 22/04/2020.

- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-distressed-debt/>, ultimo accesso: ore 13.10 del 22/04/2020
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/vulture-funds/>, ultimo accesso: ore 13.20 del 22/04/2020.
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/agency-costs/>, ultimo accesso: ore 18.30 del 22/04/2020.
- <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/underinvestment>, ultimo accesso: ore 16.00 del 23/04/2020.
- <https://www.intelligenteconomist.com/moral-hazard/>, ultimo accesso: ore 16.15 del 23/04/2020.
- <https://wfactorlaw.com/2020/02/19/factorlaws-summary-and-analysis-of-the-small-business-reorganization-act/>, ultimo accesso: ore 21.25 del 26/04/2020.
- <https://mediatbankry.com/2019/10/17/small-business-reorganization-act-a-great-law-with-a-fatal-flaw/>, ultimo accesso: ore 21.35 del 26/04/2020.
- https://www.resor.nl/wp-content/uploads/2020/03/WHOA_ENG.pdf , ultimo accesso 23.55 del 15/05/2020.
- https://www.resor.nl/wp-content/uploads/2020/03/WHOA_ENG.pdf, ultimo accesso 23.55 del 15/05/2020.
- https://ec.europa.eu/growth/smes_en, ultimo accesso 00.01 del 16/05/2020
- <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2019/07/10/40229/>, ultimo accesso 23:40 del 11/06/2020
- <https://know.cerved.com/wp-content/uploads/2018/11/PMI-2018-intero.pdf>, ultimo accesso 23:40 del 11/06/2020.