

DOTTORATO DI RICERCA
IN
DIRITTO DEGLI AFFARI E DIRITTO TRIBUTARIO
DELL'IMPRESA
XXVII CICLO

*Il valore dell'impresa in crisi:
modalità e prospettive di valorizzazione dell'azienda nei
trasferimenti precedenti l'omologa del concordato preventivo*

RIASSUNTO

DOTTORANDO
Dott. Leonardo Pinta

TUTOR
Chiar.mo Prof. Vincenzo De Sensi
Chiar.mo Prof. Gustavo Visentini

Anno Accademico 2013/2014

RIASSUNTO

La tesi si propone di esaminare, traendo spunti di riflessioni comparatistici dal sistema statunitense, la centralità del principio di massimizzazione del going concern value nell'ambito del diritto concorsuale italiano a seguito delle recenti riforme.

Nel tentativo di esplorare una delle modalità di valorizzazione degli assets aziendali di un'impresa in crisi si è deciso in primo luogo di descrivere i tratti caratterizzanti l'attività d'impresa e il rischio insito nell'esercizio della stessa per poi esaminare come tale rischio possa, in ragione di fattori endogeni ed esogeni, tramutarsi in una crisi d'impresa, con conseguente deterioramento dei valori aziendali e con la necessità per l'imprenditore di decidere, a seconda della criticità del contesto, l'“opzione migliore” al fine di gestire la crisi nel modo più efficiente (ossia conservando il più possibile un saldo positivo tra il valore di funzionamento dell'impresa e il valore di liquidazione della stessa), tempestivo (ossia in grado di rilevare in tempo la situazione di crisi per poter rendere più efficiente l'opzione selezionata) ed equo (concetto che richiama i principi basilari della “par condicio creditorum” e della “absolute priority rule” statunitense). Gestire la crisi in modo ottimale dovrebbe tradursi a sua volta nella necessità che il valore dell'impresa resti appetibile e non sia ulteriormente danneggiato. Infatti, in una situazione di crisi il valore dell'impresa tende a ridursi velocemente per cui una scelta di gestione scorretta (o meglio inefficiente) potrebbe causare una riduzione del valore economico delle attività aziendali con ulteriore pregiudizio per i portatori di interesse. In tali contesti, pertanto, la scelta di un'opzione corretta mira a preservare o consentire una migliore valorizzazione dell'impresa in crisi che – specie a seguito delle riforme dello scorso decennio – può dirsi essere divenuto scopo primario nell'ambito delle procedure di risanamento previste dal nostro legislatore al fine di meglio tutelare sia i

creditori che il valore degli assets aziendali. In precedenza, infatti, la maggiore rigidità delle procedure concorsuali pre-riforma poteva irrimediabilmente pregiudicare l'estrazione del massimo valore da ciascuno dei cespiti aziendali mediante impiego di liquidazioni disarticolate volte a conseguire un mero intento punitivo nei confronti del debitore insolvente.

In tal senso, la riforma del diritto della crisi d'impresa ha introdotto diversi strumenti finalizzati alla valorizzazione e massimizzazione del going concern value invece che alla mera liquidazione degli assets "on a piecemeal basis".

A conferma dell'essenzialità di tale principio di valorizzazione dell'azienda sono stati illustrati i tratti principali delle procedure che a seguito della riforma sono state chiaramente indirizzate al perseguimento della massimizzazione del going concern invece che alla liquidazione dell'attività. Tali procedure sono in genere orientate alla regolarizzazione delle situazioni di dissesto aziendale che hanno natura reversibile e che non hanno ancora raggiunto uno stato di insolvenza evidente. Il legislatore, a tale scopo, oltre al requisito dell'insolvenza dell'impresa, con la riforma ha riconosciuto anche quello della crisi (concetto elastico e ampio che – pur non specificatamente definito dal legislatore - si ritiene includere lo stato di insolvenza)¹.

Una volta compresa la portata del suddetto principio, l'analisi si impernia specificatamente sulla fattispecie del trasferimento dell'azienda in crisi in una fase antecedente l'omologa delle procedure di concordato preventivo. A tal fine, la tesi offre dapprima un'analisi della disciplina di tali trasferimenti nell'ambito del Chapter 11 (focalizzandosi in particolare sul caso Chrysler e sulla disciplina della §363 dello U.S. Bankruptcy Code) e, successivamente, si concentra sulla verifica dell'ammissibilità di tale fattispecie nel nostro ordinamento. L'intento è di

¹ Salvo che non si intenda prendere come riferimento la definizione proposta nel progetto della Commissione Trevisanato secondo cui "crisi indica la situazione patrimoniale, economica o finanziaria in cui si trova l'impresa, tale da determinare il rischio di insolvenza."

tratteggiare le caratteristiche di tale fattispecie, quale possibile opzione di gestione della crisi d'impresa che, assicurando la massima valorizzazione degli assets aziendali, potrebbe – per tale ragione – divenire anche la migliore scelta possibile per il debitore e per il soddisfacimento delle pretese creditorie.

L'analisi statunitense inserita nel secondo capitolo, intende introdurre spunti di riflessione per un'analisi comparatistica degli istituti che più o meno similmente a quelli statunitensi sono stati previsti dal legislatore italiano, evidenziando altresì le criticità che negli Stati Uniti sono state maggiormente discusse in ambito giurisprudenziale e accademico. Non si può ignorare, infatti, che taluni istituti giuridici statunitensi siano stati d'ispirazione al legislatore italiano nell'opera di “modernizzazione” del sistema delle procedure di restructuring previste nel nostro ordinamento, e in particolar modo della disciplina del concordato preventivo. Le differenze esistenti tra il contesto statunitense e quello italiano offrono, pertanto, spunti di analisi sia da un punto di vista normativo che in un'ottica di mercato. In tale prospettiva, riprendendo quanto saggiamente affermato da Rossi², l'attrattività del diritto fallimentare lo rende spesso oggetto di attenzione da parte di comparatisti che nel trasferire in patria istituti giuridici nati oltreconfine non si preoccupano talvolta di analizzarne le logiche e/o i potenziali effetti che questi potrebbero comportare. Pertanto, può dirsi che è proprio un'analisi più ravvicinata della disciplina statunitense relativa al trasferimento di un'azienda di un'impresa in crisi e delle logiche sottostanti agli istituti ivi previsti che potrebbe costituire un primo strumento di supporto nell'interpretazione ed applicazione di previsioni corrispondenti o simili disposte ai sensi del diritto italiano. A tal fine, l'analisi del secondo capitolo ha interessato il Chapter 11 e la normativa in tema di trasferimenti ante-omologa prevista dalla §363 dello U.S. Bankruptcy Code, per poi giungere, a seguito dell'esame delle disposizioni più rilevanti in tema di omologa, all'esame del caso Chrysler, quale esempio di trasferimento ante-omologa in cui alle complessità di

² Cfr. Rossi G., *Il fallimento nel diritto americano*, Cedam, 1956.

gestione della crisi si univano quelle inerenti a un imminente conflitto di interessi derivante dall'intervento più o meno celato del governo federale.

Il risultato dell'analisi ha confermato la natura del Chapter 11 quale strumento di estrinsecazione di negozialità soggetta, ove se ne presentino le circostanze, ad ampi spazi d'intervento della corte in una prospettiva di tutela e di massimizzazione del going concern. In tal senso, in Chrysler (come in altri casi di trasferimento ante-omologa) la procedura del Chapter 11 è stata asservita al perseguimento di uno scopo che si è posto talvolta in "possibile" contrasto con i requisiti formali che avrebbero guidato il giudice in una ordinaria fase di omologa, spostando in via di principio il bilanciamento delle garanzie oggetto di valutazione giudiziale dalla tutela del ceto creditorio verso la tutela e massimizzazione del valore aziendale. La flessibilità della lettura della compliance giuridica si è pertanto miscelata a uno scopo superiore: quello dei trasferimenti ante-omologa volti a perseguire la massimizzazione del going concern value e, in un'ottica prettamente aziendalistica, a garantire efficienza, tempestività degli interventi e (anche se in modo talvolta più discutibile) equità.

Il terzo e ultimo capitolo della tesi ha contestualizzato la fattispecie del trasferimento ante-omologa nell'ambito della disciplina del concordato preventivo. Una volta verificatane l'ammissibilità – in linea teorica – ed evidenziatene le criticità, ciò che è emerso è la potenziale rilevanza che, similmente al sistema statunitense, potrebbe risultare dal maggiore sviluppo di una tale opzione di risanamento all'interno del nostro sistema.

A fronte di tale analisi sussiste tuttavia il dubbio che, nel contesto di mercato attuale, un tale tipo di trasferimenti non rappresenti (ancora) quella "migliore opzione" (menzionata inizialmente) con cui sia possibile massimizzare i valori aziendali di un'impresa in crisi in modo efficiente e tempestivo. Ciò come si vedrà è dettato dalla necessità - in mancanza di un mercato dei distressed assets non sufficientemente sviluppato - di far precedere tali trasferimenti da procedure competitive in grado di

assicurare la migliore valorizzazione dell'azienda e altresì di evitare determinazioni arbitrarie e potenziali abusi da parte di debitore e giudici che – proprio in tali ipotesi – potrebbero non garantire il migliore soddisfacimento dei creditori. Se negli Stati Uniti, tali determinazioni risultano possibili e connotate da maggiore obiettività per l'esistenza di un mercato di riferimento (che anche nell'ambito delle tutele previste in sede di cram down funge da guida al giudice nella definizione del tasso di interesse adeguato a tutelare le classi di creditori dissenzienti conformemente alle garanzie minime ivi previste), in Italia, invece, in assenza di un mercato di riferimento, il giudice si troverebbe arbitro di una decisione chiave fondata su un'attestazione peritale "monca" e non suffragata da riscontri esterni di mercato. Il risultato sarebbe di autorizzare trasferimenti ante-omologa ad un prezzo che, pur seguendo gli ultimi interventi normativi volti ad accentuare la responsabilità dell'attestatore e la probabile buona fede / perizia / diligenza del medesimo, non potrà che essere un numero soggettivamente determinato e privo di valido riscontro su un mercato nazionale. Proprio la predisposizione delle suddette procedure competitive in una fase molto anticipata della procedura concordataria (sin dal deposito di un mero ricorso per concordato "in bianco"), eventualmente sotto la supervisione di un commissario giudiziale e - se del caso - di un comitato di creditori ad hoc (creando così una comunione di interessi in grado di riaffermare parzialmente la sussistenza di una concorsualità partecipativa che mancherebbe in assenza dell'espressione del voto in adunanza) potrebbe rappresentare un correttivo in grado di garantire obiettività alla valutazione, celerità del processo autorizzativo e maggior tutela del ceto creditorio.

L'auspicio finale dell'analisi sarebbe pertanto quello di promuovere tali trasferimenti come opzioni di gestione della crisi all'interno del sistema italiano e di rendere la loro implementazione ancor più rispondente ai criteri di efficienza tempestività ed equità attraverso lo sviluppo e l'affermazione di un mercato dei distressed assets, che dall'incontro di domanda e offerta sia capace di determinare prontamente ed in modo

obiettivo il miglior prezzo, estraendo il massimo valore possibile dai cespiti aziendali oggetto di trasferimento.