

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*

DOTTORANDO
Dott. Leonardo Pinta

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

Anno Accademico 2013/2014

Desidero ricordare tutti coloro che mi hanno aiutato nella stesura della tesi con suggerimenti, critiche ed osservazioni: a loro va la mia gratitudine, anche se a me spetta la responsabilità per ogni errore contenuto in questa tesi.

Ringrazio anzitutto il professor De Sensi ed il professor Visentini in qualità di tutor: senza il loro supporto e la loro guida sapiente non avrei avuto possibilità di completare questo percorso.

Un ringraziamento particolare va alle mie colleghe Eleonora ed Eva, a tutti gli amici e ai colleghi che mi hanno incoraggiato e sostenuto durante questi anni.

Vorrei infine ringraziare le persone a me più care: i miei genitori, zii, nonna, cugini, la mia sorella e amica Artha, i miei amici più cari, e te a cui questo lavoro è dedicato.

Indice

CAPITOLO 1. Il sistema italiano: i caratteri e le tendenze di tutela dell'impresa nella crisi	9
1.1 L'impresa e la fallibilità	9
1.2 Il rischio economico d'impresa e la scarsità di risorse	13
1.3 La crisi d'impresa: alcuni contributi in materia	19
1.4 Tipologie di crisi d'impresa e cause sottostanti	25
1.5 La gestione della crisi	33
1.6 Liquidazione o risanamento?	39
1.7 La riforma fallimentare e il favor per il "going concern"	44
1.7.1 I piani attestati di risanamento	45
1.7.2 Il concordato preventivo	49
1.7.3 Le recenti riforme del concordato	58
1.7.4 Gli accordi di ristrutturazione del debito	62
1.7.5 Quadro di sintesi delle procedure stragiudiziali nell'ottica del going concern dell'impresa	67
1.7.6 L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi	69
CAPITOLO 2. Il sistema statunitense: il Chapter 11 e l'applicazione delle "quick sales" come strumento di salvataggio dell'impresa	77
2.1 Chapter 11: Profili storico-evolutivi	77
2.1.1 Introduzione	77
2.1.2 Evoluzione e Flessibilità del Chapter 11	79
2.2 Primo approccio alla normativa del Chapter 11	85
2.2.1 Quick sales §363	85
2.2.2 Omologa §1129	92
2.2.3 Cram down: i requisiti aggiuntivi per l'omologazione del non consensual plan	111
2.3 Gestione della crisi mediante le "quick sales": l'esempio di Chrysler	128
2.3.1 Chrysler: Critiche e Case Law	129
2.3.2 La criptica pronuncia della Corte Suprema	140
2.4 Riflessioni conclusive	143
CAPITOLO 3. Il sistema italiano: il trasferimento dell'azienda ante-omologa nella procedura di concordato preventivo	147
3.1 Oggetto di analisi e panoramica della normativa italiana	147
3.1.1 Introduzione	147
3.1.2 Trasferimento aziendale ante-omologa: aspetti chiave della normativa italiana	149
3.2 Profili di ammissibilità del trasferimento aziendale precedente l'omologa giudiziale	159
3.2.1 Orientamento prevalente	159
3.2.2 Riflessioni su un caso concreto e isolato	166
3.3 Ulteriori riflessioni teorico-pratiche sull'ammissibilità del trasferimento aziendale ante-omologa	170

Sintesi Introduttiva

Il presente elaborato si propone di esaminare 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) e equo (concetto che richiama i principi basilari della "par condicio creditorum" e della "absolute priority rule" statunitense). La necessità di 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, una volta comprese la portata e illustrato brevemente i principali tratti caratterizzanti di alcune delle procedure di risanamento previste dalle recenti riforme, l'analisi si impernia specificatamente sulla fattispecie del trasferimento dell'azienda in crisi in una fase antecedente l'omologa nelle procedure di concordato preventivo. A tal fine, questo elaborato, 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 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. In tale prospettiva, 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.

Il terzo e ultimo capitolo del presente elaborato contestualizza 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 emerge 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.

Tuttavia, come si vedrà in seguito sussiste il dubbio che, nel contesto di mercato attuale, un tale tipo di trasferimenti non rappresenti 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 - che tali trasferimenti siano accompagnati dalla predisposizione di processi competitivi 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 nell'ipotesi di trasferimenti precedenti l'omologa concordataria – potrebbero non garantire il migliore soddisfacimento dei creditori.

In una prospettiva futura, l'auspicio sarebbe di promuovere tali trasferimenti come ulteriori opzioni di gestione della crisi e di rendere la loro implementazione ancor più rispondente ai criteri di efficienza e tempestività ed equità attraverso lo sviluppo 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.

*Il valore dell'impresa in crisi:
modalità e prospettive di valorizzazione dell'azienda nei trasferimenti precedenti l'omologa del concordato preventivo*
Tesi di dottorato di Leonardo Pinta, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli
Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore

Indice Capitolo 1

Capitolo 1. Il sistema italiano: i caratteri e le tendenze di tutela dell'impresa nella crisi

1.1 L'impresa e la fallibilità

1.2 Il rischio economico d'impresa e la scarsità di risorse

1.3 La crisi d'impresa: alcuni contributi in materia

1.4 Tipologie di crisi d'impresa e cause sottostanti

1.5 La gestione della crisi

1.6 Liquidazione o risanamento?

1.7 La riforma fallimentare e il favor per il “going concern”

1.7.1 I piani attestati di risanamento

1.7.2 Il concordato preventivo

1.7.3 Le recenti riforme del concordato

1.7.4 Gli accordi di ristrutturazione del debito

1.7.5 Quadro di sintesi delle procedure stragiudiziali nell'ottica del going concern dell'impresa

1.7.6 L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi

CAPITOLO 1. Il sistema italiano: i caratteri e le tendenze di tutela dell'impresa nella crisi

1.1 L'impresa e la fallibilità

Secondo la normativa fallimentare, sono soggetti fallibili le imprese private, costituite sia in forma individuale che in forma societaria, che esercitano un'attività commerciale ai sensi dell'art. 2195 del codice civile; in altre parole, si tratta delle attività di produzione di beni o servizi, intermediazione nella circolazione dei beni, trasporto per terra, acqua e aria, banche, assicurazioni e attività ausiliarie alle precedenti, con l'esclusione dunque delle imprese pubbliche, delle imprese non commerciali e delle imprese agricole.

La legge fallimentare, inoltre, definisce dei limiti dimensionali al di sotto dei quali un imprenditore è sottratto alla disciplina del fallimento, anche nel caso in cui eserciti un'attività commerciale; tali limiti devono presentarsi tutti contestualmente, e sono:

- il fatto di aver avuto, nei tre esercizi precedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento (o dall'inizio dell'attività se inferiore), un attivo patrimoniale complessivo annuo non superiore a euro 300.000;
- la realizzazione, nei tre esercizi precedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento (o dall'inizio dell'attività se inferiore), ricavi lordi complessivi annui non superiori a euro 200.000;
- l'aver un ammontare di debiti, anche non scaduti, non superiore a euro

500.000¹.

Per quanto riguarda invece i requisiti oggettivi dell'assoggettabilità al fallimento, l'impresa deve trovarsi in uno stato di insolvenza, inteso come quella situazione in cui l'imprenditore non riesce a soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni nei confronti dei creditori e quindi presenta degli inadempimenti².

In base all'art. 1 della legge fallimentare, l'imprenditore, coinvolto da un'istanza di fallimento, ha l'onere di dimostrare la sussistenza di tutti i requisiti suddetti se intende evitare la procedura concorsuale.

Ne consegue che l'imprenditore che non riesca a dimostrare la sussistenza di tali requisiti è sottoposto a fallimento, sempre che si tratti di un imprenditore commerciale.

Per quanto riguarda invece il requisito oggettivo dell'insolvenza, più problematico da dimostrare, esso deve consistere in inadempimenti sistematici e non occasionali, oltre che in altre situazioni indicative, come licenziamenti collettivi, lo squilibrio patrimoniale, ecc..

Infine, occorre considerare che comunque non potrà essere dichiarato il fallimento dell'imprenditore se egli, pur soddisfacendo tutti i requisiti soggettivi ed oggettivi suddetti, avrà debiti scaduti e non pagati complessivamente inferiori a euro 30.000,00.

Sono esclusi poi dai soggetti fallibili i piccoli imprenditori, da intendersi secondo la definizione che ne dà l'art. 2083 c.c., e cioè i coltivatori diretti, gli artigiani e tutti coloro che esercitano un'attività professionale organizzata prevalentemente con il lavoro proprio o dei componenti della propria famiglia³.

Secondo il regime fallimentare iniziale, cioè quello introdotto con il R.D. n. 267/1942, le imprese soggette al fallimento erano quelle riconducibili a imprenditori esercenti un'attività commerciale, con l'esclusione degli enti pubblici e dei piccoli imprenditori, intesi come gli imprenditori commerciali che in sede di accertamento dell'imposta di ricchezza mobile risultavano titolari di un reddito

1 P. Celentano, E. Forgillo, *Fallimento e concordati*, Wolters Kluwer, Milano, 2008, p. 16

2 P. Celentano, E. Forgillo, *Fallimento e concordati*, Wolters Kluwer, Milano, 2008, p. 69

3 L. Panzani, G. Fauceglia, *Fallimento e altre procedure concorsuali*, Wolters Kluwer, Milano, 2008, p. 28 ss.

inferiore al minimo imponibile.

In mancanza di accertamento, erano piccoli gli imprenditori che avevano investito un capitale non superiore a lire 30.000, poi elevato nel 1952 a lire 900.000.

Il dubbio a tal proposito nasceva riguardo all'applicabilità in ambito fallimentare della definizione dell'articolo 2083 del codice civile, data la presenza della norma suddetta che conteneva già una presunzione in tema di piccolo imprenditore.

La riforma fiscale apportata con il D.P.R. n. 597/73 ha poi reso inapplicabile la disposizione vista in precedenza, essendo stata abolita l'imposta di ricchezza mobile; l'unico requisito per il riconoscimento del piccolo imprenditore restava dunque il capitale investito, requisito poi ritenuto costituzionalmente illegittimo dalla Corte Costituzionale in quanto, per effetto della svalutazione monetaria, i limiti in questione erano da ritenersi inadeguati e quindi tali da rendere soggetti a fallimento anche quelle imprese modeste per le quali la procedura fallimentare diveniva inutile e dannosa per i creditori.

Ciò riportava in auge la definizione civilistica, cui la giurisprudenza affiancò l'equivalenza tra piccolo imprenditore e artigiano e il (difficoltoso) requisito della prevalenza del lavoro sul capitale.

L'incertezza in materia ha comportato dunque, nel legislatore fallimentare, la necessità di procedere ad un'autonoma definizione di piccolo imprenditore, introducendo i requisiti suddetti.

Il legislatore fallimentare ha quindi proceduto direttamente all'individuazione delle caratteristiche del piccolo imprenditore ai fini fallimentari, aggirando le difficoltà interpretative generate dal ricorso all'articolo 2083 c.c.⁴.

La norma fallimentare ha dunque definito alcuni "paletti", come la non fallibilità dell'imprenditore agricolo, il fatto che anche le società commerciali possano essere ritenute piccoli imprenditori, la soggiacenza al fallimento anche degli imprenditori collettivi, anche se non strutturati in forma societaria⁵.

Per quanto attiene nello specifico il criterio degli investimenti, la norma fa

4 V. Zanichelli, *La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali*, Utet, Torino, 2008, p. 2 ss.

5 P. Celentano, E. Forgillo, *Fallimento e concordati*, Wolters Kluwer, Milano, 2008, p. 38 ss.

riferimento agli investimenti realizzati nell'azienda, escludendo dunque i beni personali dell'imprenditore individuale.

Nel caso in cui vi siano diverse attività aziendali che fanno riferimento ad un unico imprenditore, la valutazione deve essere fatta in via unitaria.

Riguardo la quantificazione degli investimenti, la tesi maggioritaria ritiene che per capitale investito debba intendersi il totale dell'attivo dello stato patrimoniale; il problema, ancora irrisolto, riguarda il fatto che il legislatore non ha definito l'arco temporale entro il quale valutare la sussistenza di tale requisito.

Le fonti a cui ricorrere per definire il capitale investito sono sicuramente, nel caso delle società di capitali e delle società di persone e delle ditte individuali in contabilità ordinaria, il bilancio civilistico, il registro dei cespiti ammortizzabili o il libro inventario e il libro giornale, oltre che la dichiarazione dei redditi; nel caso invece dei soggetti in contabilità semplificata, che non hanno l'obbligo della redazione del bilancio e della tenuta del libro inventari e del libro giornale, può risultare utile il registro ai fini IVA, il registro dei cespiti e la dichiarazione dei redditi.

Relativamente invece al criterio dei ricavi, la norma parla di ricavi lordi "in qualunque modo risultino", quindi i ricavi anche non risultanti dalla contabilità.

L'art. 1 propone poi una modalità di calcolo riguardante la media degli ultimi tre esercizi o dall'inizio dell'attività, se inferiore.

Le fonti da cui trarre i dati suddetti sono per le imprese in contabilità ordinaria, il conto economico, la dichiarazione dei redditi ed eventuali accertamenti fiscali definiti, mentre per le imprese contabilità semplificata rilevano la dichiarazione IVA, il registro delle fatture o dei corrispettivi e la dichiarazione reddituale.

1.2 Il rischio economico d'impresa e la scarsità di risorse

La fallibilità di un'impresa deriva direttamente dal fatto che essa è soggetta al rischio economico generale che caratterizza la sua attività.

In teoria, un'impresa ha l'obiettivo primario di sopravvivere, rispetto ai soggetti che la compongono, ai prodotti, al mercato di riferimento; il concetto di sopravvivenza tra l'altro è stato accolto anche a livello normativo, tanto che il legislatore, all'art. 2273 c.c., ha previsto la possibilità di prorogare tacitamente e a tempo indeterminato l'attività di un'impresa, anche se nel suo statuto è previsto un termine, se, “decorso il tempo per cui fu contratta (la società), i soci continuano a compiere le attività sociali”.

Quindi il rischio in generale per l'impresa è innanzitutto quello della mancata sopravvivenza; il sistema di rischi è l'elemento fondamentale dell'attività economica, e anzi possiamo dire che esso costituisce il motore che somministra l'energia vitale all'attività d'impresa.

Sopravvivere e gestire tali rischi vuol dire generare profitto e massimizzare il proprio valore, ossia rendere il profitto un elemento di sviluppo dell'impresa stessa⁶.

L'impresa ha l'obiettivo primario di evitare il rischio di non sopravvivenza e quindi per sua finalità primaria deve aggirare il rischio a cui essa soggiace per natura; esso è stato definito in diversi modi nel corso degli studi aziendalistici.

Innanzitutto, il rischio è stato considerato come l'eventualità che si verifichi un andamento sfavorevole nello svolgimento di un'azione futura; per l'impresa, dunque, il rischio è insito nella sua stessa azione⁷.

Nell'attività imprenditoriale il rischio è opposto rispetto alla redditività, anche se è chiaro che l'impresa possa subire delle perdite in maniera fisiologica; il mancato recupero degli investimenti complessivi invece è fattore di non sopravvivenza e

6 C. Riviezzo, *L'impresa in tempo di crisi*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 4 ss.

7 S.Sassi, *Il sistema dei rischi d'impresa*, Vallardi, Milano, 1940, p. 5 ss.

quindi di rischio per l'impresa⁸.

Il rischio nasce dall'incontro/scontro, nel tempo, tra i caratteri dell'ambiente e gli elementi delle strutture operative e organizzative aziendali⁹; esso dunque coinvolge tre variabili, il tempo, la struttura dell'impresa e l'ambiente di riferimento.

Per quanto riguarda il tempo, il rischio nasce dal fatto che l'impresa decide oggi ciò che dovrà fare domani, anticipando le proprie strategie future e definendo su di esse i piani d'azione attuali.

E' evidente come la conoscenza del futuro sia impossibile, e quindi di conseguenza come sia labile l'impiego di risorse fondato su ipotesi relative al recupero delle risorse stesse attraverso i ricavi futuri¹⁰.

Un elemento di riduzione del rischio temporale è dato dalla raccolta di dati sia interni (relativi cioè alle strutture operative e alle strutture organizzative) che esterni (riguardanti l'ambiente di operatività); tale patrimonio informativo può essere utilizzato per gestire quanto più possibile la variabilità futura.

Rispetto poi alla struttura dell'impresa, bisogna premettere che ogni investimento in fattori produttivi deve generare un ritorno attraverso i ricavi da prodotti o servizi venduti; l'impresa dunque deve prevedere sia le quantità vendute sia i prezzi ottimali di vendita, coprendo i costi di gestione.

La struttura aziendale, per sua definizione, è modificabile solo in tempi lunghi, sia perché l'investimento in patrimonio non può essere recuperato in tempi brevi, sia perché le strutture organizzative oppongono resistenza al cambiamento; il recupero monetario degli investimenti in strutture comporta di conseguenza due difficoltà, e cioè che quantità e prezzi di vendita siano sempre più difficili da definire e che il livello di rischio associato sia sempre più elevato¹¹.

Riguardo infine all'ambiente, quanto più l'ambiente è soggetto a variazioni tanto maggiore è la difficoltà di prevedere la capacità di rientro monetario degli investimenti strutturali effettuati, aumentando il rischio dell'impresa.

8 Cfr. U. Bertini, *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1987

9 E. Cavalieri, *Variabilità e strutture d'impresa*, Cedam, Padova, 1995, p. 10 ss.

10 E. Prandelli, G. Verona, *Marketing in rete*, McGraw Hill, Milano, 2002, p. 25 ss.

11 C. Riviezzo, *L'impresa in tempo di crisi*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 13 ss.

Ciò vale soprattutto negli ultimi anni, caratterizzati da un'elevata variabilità dell'ambiente dovuta alla mutevolezza e all'evoluzione dei settori produttivi e dei processi.

Il fine dell'impresa dunque è quello di sopravvivere a tali variabili, operando costantemente in condizioni di forte incertezza; il suo scopo è quello di cercare un equilibrio economico ottenendo dalla propria attività risultati economici positivi e in costante crescita.

La sopravvivenza assume allora il significato di insieme di risposte che l'impresa dà alle sollecitazioni provenienti dall'ambiente e di azioni adottate per incidere in maniera ad essa favorevole sull'ambiente stesso; si attua in tal modo un sistema evolutivo nel quale l'impresa apprende e assimila nel tempo delle informazioni, che vengono poi trasformate in operazioni standardizzate che consentono all'impresa di non dover continuamente analizzarne la convenienza.

Tale sistema presuppone nel tempo sicuramente possibilità di distacco dall'equilibrio, ma nello stesso tempo non genera una gestione del tutto casuale¹²; il rischio dunque si situa in questo "limbo" tra ordine e disordine, che l'impresa tende a gestire tramite il dispendio di risorse.

Tale utilizzo di energie si ha nel momento in cui le casualità vengono trasformate in apprendimento di informazioni da utilizzare per gestire analoghe situazioni future.

La sopravvivenza dunque comporta sia la necessità di ottimizzare le risorse a disposizione, sia quella di generare nuove strategie di utilizzo e di moltiplicazione delle risorse stesse.

Per ottenere ciò e fronteggiare il rischio è opportuno che l'impresa, in base a quanto detto finora, sia pro-attiva, ossia agisca in modo da ricercare la massima integrazione tra essa e l'ambiente di riferimento, riducendo al minimo la rigidità delle proprie strutture produttive e organizzative¹³.

Esempi tipici di tale orientamento sono l'esternalizzazione di fasi della

12 G. Lunghini, S. Vaccà, *Cambiamento tecnologico e teorie dell'impresa*, Franco Angeli, Milano, 1987, p. 23 ss.

13 C. Riviezzo, *L'impresa in tempo di crisi*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 73 ss.

produzione, il mutamento delle modalità della distribuzione, il decentramento organizzativo o strategico, l'adattabilità degli impianti produttivi alle richieste specifiche del mercato, la riduzione delle scorte di materie prime e prodotti finiti, la globalizzazione e la standardizzazione dei mercati, la concentrazione di imprese¹⁴.

Le linee d'azione da adottare sono dunque la flessibilità e la dominanza, secondo un'ottica rivolta all'esterno ma in grado di integrarsi internamente per generare sinergie e apprendimento operativo.

Le diverse linee strategiche non sempre possono essere adottate contemporaneamente, per cui ogni impresa deve decidere il percorso da attuare per controllare il grado di rischio.

Oltre alle strategie attive, però, vi sono anche azioni che tendono ad attenuare gli effetti negativi derivanti dal verificarsi del rischio, trasferendo il danno nel tempo e/o nello spazio e trasformando un costo incerto in un costo certo, come avviene nelle tecniche di risk management¹⁵.

Nell'attuale conformazione economica, dunque, l'impresa si trova a dover agire in condizioni di estrema incertezza, secondo procedure a razionalità limitata; in tal modo, si espande sia la varietà che la complessità dell'ambiente, per cui esso presenta molte nicchie poco competitive in base al concetto di diversità, anche se i mutamenti ambientali sono sempre più soggetti alla casualità, che comporta conseguenze difficilmente quantificabili in via preventiva¹⁶.

Ciò vuol dire che, nel mentre che nascono opportunità di ordine e quindi di gestione efficace dei rischi, si propongono al contempo sempre nuove situazioni di rischio; l'impresa deve quindi poter gestire nuovi e maggiori rischi, che rappresentano anche l'incremento del disordine complessivo dell'ambiente e che nascono nel momento in cui l'impresa crea spazi di ordine, aumentando il livello di complessità che l'azienda deve tenere sotto controllo per poter sopravvivere¹⁷.

In tal modo l'azienda riesce ad essere efficiente, efficace ed economica: nel primo

14 R. Ferraris Franceschi, E. Cavalieri, *Economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 116 ss.

15 Cfr. G. Forestieri, *Risk management*, Egea, Milano, 1996

16 J.J. Lambin, *Marketing strategico e operativo*, McGraw-Hill, Milano, 2000, p. 35 ss.

17 C. Sottoriva, *Crisi e declino dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 11 ss.

caso, essa utilizza in maniera economica le risorse a propria disposizione, in tutte le fasi del processo produttivo, acquisto, produzione e vendita, ponendosi come obiettivo l'analisi delle alternative che generano il massimo rapporto tra risultati ottenuti e risorse utilizzate; essa inoltre è efficace quando raggiunge con successo gli obiettivi prefissati, secondo una valutazione qualitativa *ex post* del livello di raggiungimento degli obiettivi in materia di soddisfazione della clientela, profitto generato, remunerazione degli investitori, ecc.¹⁸.

L'economicità è infine la capacità dell'azienda di utilizzare nel lungo termine in modo efficiente le proprie risorse, conseguendo in modo efficace i propri obiettivi; l'attività aziendale deve essere dunque finalizzata alla ricerca del raggiungimento degli obiettivi prefissati, tramite l'utilizzo razionale delle risorse disponibili e scarse.

La scarsità delle risorse è quindi il presupposto essenziale da cui partire per valutare il rischio insito nell'attività d'impresa: l'obiettivo primario di essa, cioè la sopravvivenza, da attuarsi tramite il raggiungimento degli scopi prefissati rispetto agli stakeholder interni ed esterni, va conseguito tramite l'utilizzo efficiente ed efficace delle risorse a disposizione¹⁹.

Essendo tali risorse disponibili in misura scarsa, è chiaro che il rischio d'impresa vada visto innanzitutto nell'ottica della scarsità delle risorse e della difficoltà che l'impresa incontra nel reperirle in misura sufficiente per la propria attività.

In tal modo, l'obiettivo che l'imprenditore intende conseguire dalla propria attività, cioè la creazione di valore, incontra un ostacolo legato al rischio tipico e immanente derivante dalla possibilità che errori di gestione o eventi esterni più o meno prevedibili, tra cui il più importante è sicuramente il grado di reperibilità delle risorse, incidano sul corretto svolgimento della sua strategia, compromettendo di conseguenza il conseguimento dei risultati attesi²⁰.

Nel momento in cui si verificano tali criticità, per l'impresa può iniziare un declino dell'attività che può portarla in uno stato di crisi fino ad una situazione di

18 E. Valdani, *L'impresa pro-attiva*, McGraw-Hill, Milano, 2000, p. 23 ss.

19 C. Riviezzo, *L'impresa in tempo di crisi*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 35 ss.

20 F. Di Marzio, *La crisi d'impresa*, Wolters Kluwer, Milano, 2010, p. 9 ss.

*Il valore dell'impresa in crisi:
modalità e prospettive di valorizzazione dell'azienda nei trasferimenti precedenti l'omologa del concordato preventivo*
Tesi di dottorato di Leonardo Pinta, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli
Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore

insolvenza.

1.3 La crisi d'impresa: alcuni contributi in materia

L'analisi della crisi de'impresa è stata oggetto di diversi studi sia aziendalistici che giuridici, finalizzati a definire la situazione e a proporre soluzioni strategiche ed operative per superarla, nell'ottica della tutela non solo dei creditori, ma anche di tutti i portatori di interesse (stakeholders), cioè coloro che detengono con essa rapporti lavorativi o collaborativi oppure che, in generale, esprimono l'interesse affinché l'impresa rimanga sul mercato e continui a svolgere la propria funzione economica.

Nel corso degli anni la letteratura ha cercato di analizzare il fenomeno rapportandolo al tema del risanamento dell'impresa.

La relazione tra crisi e risanamento è stata delineata secondo tre principali prospettive²¹:

- quella macroeconomica, che si fonda sulla dinamica di variabili strutturali, quali le materie prime, il costo dei fattori produttivi, la loro disponibilità, le evoluzioni tecnologiche ed i fattori ambientali;
- quella settoriale, che ha inteso definire gli elementi di cui al punto precedente in specifici ambiti settoriali;
- quella aziendale, secondo l'ottica della rilevazione dei segnali di crisi, della disamina delle possibili motivazioni, dell'implementazione di una strategia di risanamento.

Nell'ambito del rapporto crisi-risanamento uno dei contributi più importanti è quello presentato dalla teoria del valore, secondo cui l'impresa, in un'economia di mercato, vive e si sviluppa solo generando nuovo valore; la creazione di valore è dunque il motore fondamentale della sua sopravvivenza nel lungo termine²².

In tale contesto, il concetto di crisi si basa sul presupposto che l'impresa

21 A. Danovi, *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Giuffrè, Milano, 2003, p 12 ss.

22 L. Guatri, *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992, p. 7 ss.

inevitabilmente nel corso della sua vita va ad affrontare periodi di crisi e, pertanto, per conseguire l'obiettivo della sopravvivenza, essa deve approntare strumenti di gestione adeguati all'avvio e al mantenimento di un processo costante di risanamento²³.

Secondo la teoria del valore la crisi è correlata anche ad una variazione negativa in termini di valore e il declino quindi deriva non solo da una diminuzione dei flussi reddituali ma anche dai mutamenti delle condizioni di rischio, che costituiscono degli elementi endogeni all'azienda.

La crisi aziendale dunque si presenta come un processo a fasi successive e cumulative, che sono:

- lo squilibrio e la presenza di inefficienze;
- le perdite economiche;
- l'insolvenza;
- il dissesto.

La strutturazione multifasica evidenzia anche come lo stato di crisi possa essere più facilmente risolto se viene fronteggiato inizialmente, mentre risulta di difficile risoluzione qualora esso abbia già raggiunto fasi più avanzate; anche il risanamento tra l'altro segue un'evoluzione per fasi:

- quella dello squilibrio finanziario;
- quella delle perdite economiche; e infine
- quella dell'insolvenza²⁴.

L'impresa, quindi, può superare la fase di crisi solo se dispone di possibilità finanziarie e anche di capacità manageriali che siano in grado di recepire la situazione di crisi e adottare la strategia più adeguata per risolverla; il risanamento, dunque, così come la crisi è un processo di degenerazione a diverse e successive fasi nel quale si distrugge il valore dell'impresa, è definibile come un processo a fasi di ripresa della creazione del valore²⁵.

23 A. Danovi, *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 5 ss.

24 L. Guatri, *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992, p. 72 ss.

25 A. Bianchi, *Crisi di impresa e risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2010, p. 15 ss.

Un ulteriore filone di studi ha proposto poi la teoria per la quale ogni impresa, anche quelle di successo, sono da considerare costantemente “in crisi” e, quindi, necessitano di riformulare continuamente la propria strategia competitiva²⁶.

Pertanto, tutte le imprese, per conservare la posizione nell'ambito del sistema economico, dovrebbero riesaminare periodicamente la propria catena del valore, agendo sui processi, sul mercato e sulle relazioni esterne.

In base a quanto sopra indicato, il tradizionale confine tra stato di crisi e risanamento ha perso il suo originario valore; la teoria del “cambiamento continuo” ha certamente evidenziato l'incertezza in cui agisce l'impresa, ma ha anche generato un'instabilità nei modelli organizzativi della stessa.

Una terza via è quella intermedia, che non si fonda sul fatto che l'impresa sia costantemente in una situazione critica, ma piuttosto sulla necessità di monitorare continuamente i segnali di crisi secondo l'accezione tipica delle teorie classiche; pertanto, il management non deve formalizzare e adottare in maniera standardizzata i modelli di misurazione e di previsione delle strategie di risanamento, ma conoscere lo stato dell'impresa, della concorrenza e del mercato, da cui poter trarre indicazioni utili in merito alla necessità o meno di adottare politiche di gestione della crisi.

L'azione di risanamento di conseguenza non è una generica riformulazione della catena del valore oppure delle relazioni con i portatori d'interessi, ma un intervento mirato nel momento in cui si rileva che un elemento di successo dimostri sintomi di declino.

Alla luce di ciò, la teoria ha proposto tre tipologie di risanamento che corrispondono ad altrettanti processi operativi, con le relative relazioni con gli stakeholders; esse sono:

- il risanamento interno tramite utilizzo delle risorse dell'impresa e dei soli stakeholders interni;
- il risanamento tramite il coinvolgimento anche degli stakeholders esterni;
- il risanamento che coinvolge l'autorità giudiziaria o amministrativa, da

²⁶ R. Normann, R. Ramirez, Lavorare insieme per produrre valore, in Harward Espansione, 1995, p. 66 ss.

attuarsi tramite le procedure concorsuali di risanamento²⁷.

Le tre tipologie costituiscono, secondo l'ordine presentato, anche delle fasi sequenziali di intervento, dato che la soluzione interna è propria delle fasi di declino non manifesto, mentre la soluzione di cui al secondo punto prevede un grado di crisi più grave, con il coinvolgimento di soggetti esterni all'azienda (soprattutto bancari) a sostegno del risanamento dell'impresa, e infine l'intervento di cui al terzo punto si basa su sacrifici imposti ai portatori di interesse sulla base delle normative in materia concorsuali, nel momento in cui la crisi è evidente e non risolvibile in altro modo.

Da quest'ultimo punto è possibile iniziare a definire il concetto di crisi mediante un'analisi dei contributi proposti in materia a livello legislativo, riguardo alla visione della crisi secondo la dottrina giuridica e al rapporto tra essa e gli strumenti che il legislatore ha introdotto in ottica conservativa del valore dell'azienda.

Il concetto di crisi in tale ambito è stato individuato soprattutto nella disciplina del concordato preventivo, il cui presupposto è appunto lo stato di crisi correlato all'insolvenza; lo stesso presupposto, in via analoga, è riconducibile anche agli accordi di ristrutturazione di cui all'art. 182-bis della legge fallimentare e ai piani attestati di risanamento previsti dall'art. 67, comma 3, lettera d), della medesima legge.

Il legislatore e la dottrina vedono la crisi aziendale essenzialmente come crisi a livello finanziario, cioè come un momento in cui l'azienda, anche se in equilibrio economico, non ha le risorse finanziarie necessarie per sostenere le proprie necessità operative²⁸.

Ciò non vuol dire che il legislatore non consideri la crisi d'impresa anche sul piano economico, ma questo aspetto, per avere rilevanza in materia concorsuale, deve essere comunque collegato ad una situazione di crisi finanziaria, in quanto è quest'ultima a poter generare situazioni di insolvenza.

27 A. Danovi, *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 27 ss.

28 G. Cherubini, *Crisi d'impresa. Strategie di risanamento*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 5

Pertanto, in ambito legislativo, la crisi viene concepita come un fenomeno di natura economica e finanziaria nel quale però l'aspetto finanziario è predominante sugli altri²⁹.

La crisi però, anche secondo il legislatore, può risolversi secondo un processo di risanamento che può invertire la rotta ed evitare lo stato d'insolvenza; i percorsi di risanamento sono, come già citato, l'istituto del concordato preventivo, gli accordi di ristrutturazione dei debiti e i piani di risanamento.

Tali strumenti si fondano sulla possibilità di predisporre dei piani aziendali finalizzati alla risoluzione delle cause che hanno determinato lo squilibrio economico-finanziario dell'impresa, che indicano gli interventi strutturali che verranno adottati per recuperare la solvibilità.

Nell'ambito delle procedure alternative al fallimento, il legislatore ha dato assoluta prevalenza agli elementi soggettivi nella scelta delle soluzioni da parte del debitore; le motivazioni alla base della crisi, infatti, vengono poco considerate, in quanto la procedura si concentra sull'insolvenza e sulla sua soluzione, senza alcun controllo riguardo la strutturazione della posizione debitoria.

L'unico scopo del legislatore è quindi quello di prevenire il ricorso eccessivo a tali procedure agevolate, non consentendo l'accesso ad esse in caso di semplice declino aziendale oppure in caso di difficoltà temporanea all'adempimento.

Tali istituti poi evidenziano una reversibilità procedurale, a conferma del fatto che lo stato di crisi viene considerato meno incisivo rispetto a quello dell'insolvenza, che è il presupposto proprio della procedura più grave, cioè quella del fallimento.

La prassi poi dimostra una certa procedura a fasi anche all'interno degli stessi strumenti agevolati, tanto che al concordato preventivo si giunge solo dopo aver attuato un tentativo di piano attestato di risanamento e, in caso di insuccesso, di accordo di ristrutturazione.

Il legislatore dunque ha recuperato dalla letteratura aziendalistica i concetti di crisi d'impresa e di risanamento: in particolare, egli definisce la crisi dell'impresa secondo i parametri propri della teoria classica del valore, come un processo

29 G. Cherubini, *Crisi d'impresa. Strategie di risanamento*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 6 ss.

cumulativo a fasi che nasce dagli squilibri economico-finanziari per arrivare ad una situazione di insolvenza patologica.

Sempre secondo quanto definito dalle teorie classiche, il legislatore riconosce la reversibilità della crisi, ammettendone il risanamento, ma solo entro un certo livello, cioè lo stato di evidente insolvenza.

Anche la predisposizione di diversi strumenti di risanamento aziendale, che vengono applicati come detto in sequenza, e che si caratterizzano per un crescente interessamento dell'autorità giudiziaria, dimostra come il legislatore consideri la crisi d'impresa come un fenomeno sul quale agire gradualmente in base alla gravità attuale dello stesso.

Il legislatore al contempo ha riconosciuto anche il ruolo dell'imprenditore nella scelta dello strumento di risanamento; egli quindi volge la propria attenzione anche alle teorie ibride di cui si è parlato in precedenza, che danno importanza appunto ai modelli di misurazione e di previsione.

La definizione delle strategie di risanamento quindi non viene formalizzata, ma demandata alla valutazione del management, che agisce sulla scorta delle conoscenze dell'azienda, della concorrenza e delle fonti di vantaggio competitivo. In tali scelte ricadono anche quelle sulla strategia di risanamento da adottare e sullo strumento giuridico considerato più adeguato.

E' da segnalare infine che, a differenza, questa volta, delle teorie aziendalistiche citate, il legislatore non associa ciascuno degli strumenti suddetti ad una particolare causa di crisi, per cui l'imprenditore può decidere di accedere liberamente ad uno di essi senza che vi sia un qualche raccordo tra la tipologia di crisi e lo strumento giuridico adeguato.

1.4 Tipologie di crisi d'impresa e cause sottostanti

Le fasi negative sono una costante della gestione d'impresa, tuttavia generalmente esse sono di breve durata e a carattere ciclico; in tal senso, se l'impresa ha strutturato degli strumenti specifici per fronteggiare tali fasi esse non avranno conseguenze eccessivamente significative sull'impresa stessa.

Spesso però le fasi negative hanno natura strutturale e danno vita ad una situazione di declino: per declino si intende una fase in cui l'impresa distrugge valore con una tendenza evolutiva che può incidere sulla sua stessa sopravvivenza, nel caso in cui non si intervenga in tempo tramite un processo di turn-around.

In mancanza di interventi, il declino evolve in crisi, caratterizzata dal fatto che la distruzione di valore diventa evidente anche a livello reddituale e patrimoniale in quanto incide sulla liquidità dell'impresa e quindi sulle possibilità di intervento risolutivo da parte dei portatori di interessi.

In tale situazione, infatti, l'impresa non riesce ad esempio a reperire risorse finanziarie dall'esterno tramite finanziatori o fornitori ed è soggetta anche a tensioni con i dipendenti.

La crisi manifesta, se non viene affrontata adeguatamente, a sua volta evolve in dissesto, che è la situazione permanente di squilibrio patrimoniale.

La fase negativa vissuta dall'impresa dunque è di tipo evolutivo, e può essere inquadrata in quattro fasi successive:

- l'incubazione, che evidenzia i primi segnali di squilibrio economico-finanziario;
- la maturazione, con perdite reddituali e diminuzione del valore del capitale economico;
- la ripercussione delle perdite sui flussi di cassa, i quali virano in negativo con riduzione della fiducia nell'impresa;

- l'esplosione della crisi, con uno stato di insolvenza, cioè l'incapacità dell'impresa di adempiere alle proprie obbligazioni³⁰.

Le prime due fasi conducono al declino, mentre le altre due alla crisi.

La crisi a sua volta può svolgersi secondo quattro stadi:

- la fase preliminare;
- la fase acuta, nella quale è necessario intervenire attraverso un processo di turnaround;
- la fase cronica;
- la fase risolutiva, in cui diviene irreversibile³¹.

Alcuni studi hanno proposto di analizzare il percorso evolutivo della crisi in riferimento al rapporto esistente tra i flussi di cassa operativi aziendali, il valore economico di funzionamento, il debito e il valore di liquidazione del capitale.

Il valore del capitale in tale ottica subisce una riduzione progressiva, nelle diverse fasi della crisi, che danno vita a tre fasi successive³²:

- la crisi potenziale: in questa fase si evidenzia una riduzione dei flussi reddituali e un incremento della rischiosità aziendale, causata dall'incertezza dei flussi stessi; le negatività a livello economico possono generare l'incapacità di creare flussi finanziari, che, diminuendo, pongono le premesse per la crisi; i flussi di cassa operativi dunque si riducono e al contempo le previsioni su di essi sono ulteriormente negative, incidendo sul valore di funzionamento del capitale dell'azienda; il valore di funzionamento è comunque ancora maggiore del valore assegnato al debito, anche se decrescente; il momento critico è quello dell'uguaglianza del valore economico di funzionamento con il valore percepito del debito, momento nel quale la crisi si evidenzia generando un potenziale fallimento tecnico e finanziario; tale situazione può anche portare al deterioramento del valore del patrimonio aziendale e della fiducia in esso; una

30 L. Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1986, p. 91

31 F. Corno, *Prevenzione e terapia delle crisi d'impresa*, Cedam, Padova, 1988, p. 59 ss.

32 F. Buttignon, *Il governo delle crisi d'impresa in Italia alla luce del nuovo quadro normativo: una riflessione introduttiva*, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2, 2008, p. 243 ss.

conseguenza negativa e generalmente riscontrata in tale fase è quella di non riconoscere in tempo la crisi; spesso, anzi, il management e altri soggetti interessati tendono a dilazionare la presa di coscienza della crisi e a rinviare le necessarie azioni per il recupero della situazione; ad esempio, gli azionisti di controllo possono evitare di pubblicizzare lo stato di crisi quando ciò potrebbe danneggiare la propria posizione; la situazione di dissesto dal punto di vista economico può in tali casi portare ad una situazione di squilibrio finanziario, nella quale l'impresa non è più in grado di fronteggiare le scadenze del debito; in genere, la presenza di un debito diluito su scadenze a lungo termine permette al management di gestire la situazione temporanea di carenza di liquidità e di superare la situazione di difficoltà finanziaria; allo stesso tempo però tale diluizione delle scadenze può consentire comportamenti opportunistici da parte del management, che sfruttano la situazione per danneggiare i creditori, recuperare quanto di proprio interesse e di conseguenza ridurre ulteriormente il valore dell'impresa; un esempio di ciò è dato dall'adozione di investimenti eccessivamente rischiosi o al contrario dalla decisione di non finanziare investimenti con previsione positiva; altri comportamenti di tale tipo sono il prelievo di contanti oppure la liquidazione di elementi del patrimonio aziendale a prezzi che non riflettono il loro effettivo valore, generando una liquidità da distribuire agli azionisti sotto forma di dividendi e lasciando solo ai creditori le conseguenze della perdita di valore; la crisi finanziaria e la strutturazione non più sostenibile, inoltre, genera effetti negativi anche sul valore di funzionamento aziendale, con relative conseguenze economiche negative, come il già citato conflitto di interessi tra azionisti e creditori, che potrebbe portare l'impresa a investire più per recuperare liquidità a breve che non per incrementare il valore; inoltre, sono da segnalare gli effetti negativi sul funzionamento aziendale dovuti alle reazioni di dipendenti, clienti, fornitori e banche³³;

33 Cfr. A. Damodaran, *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*, Stern

- la crisi governabile: l'assenza di interventi o l'insuccesso di quelli messi in atto fanno sì che la crisi potenziale non venga superata, per cui l'azienda passa alla fase di crisi governabile, nella quale il valore dell'impresa è ancora inferiore al valore del debito, ma sempre maggiore del valore di liquidazione; in tale fase, il valore del debito si presume crescente, in quanto la riduzione dei flussi di cassa operativi rende necessario, per fronteggiare la gestione operativa e il fabbisogno finanziario, un ulteriore indebitamento; inoltre, il valore economico del debito differisce dal suo valore nominale; generalmente infatti il valore nominale è vicino al valore di mercato del debito oppure se ne discosta in virtù delle variazioni dei tassi d'interesse; in una situazione di crisi, invece, ciò non si verifica, in quanto la situazione di crisi potenziale fa sì che il valore economico sia differente dal valore nominale perché si modificano i flussi di cassa previsti; il valore del debito delle imprese in crisi governabile è dunque inferiore al suo valore nominale³⁴; l'indebitamento in questa fase, oltre alla maggiore probabilità di insolvenza che incide sul valore del debito, crea anche un secondario effetto positivo, relativamente al valore delle quote di capitale, in quanto gli azionisti non devono coprire l'intero debito in caso di fallimento e detengono sempre il controllo della gestione e del patrimonio aziendale, per cui il valore economico del debito può essere minore del valore nominale anche perché si vive una situazione di valore del capitale positivo;
- la crisi irreversibile: nel momento in cui i flussi di cassa operativi non sono recuperabili, il valore economico di funzionamento dell'impresa tende a diminuire progressivamente, determinando l'irreversibilità dello stato di crisi, che si caratterizza per il fatto che il valore di liquidazione è inferiore a quello di funzionamento; nell'evoluzione della crisi dunque il valore di liquidazione è in genere decrescente; nel caso in cui si prospetti

School of Business, New York, 2006

34 T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: measuring and managing the value of the companies*, McKinsey & Company, New York, 2010, p. 731 ss.

una situazione di continuità aziendale (“going concern”), il valore di liquidazione è inferiore al valore di funzionamento, ma in un contesto di crisi irreversibile tale valore ha un'evoluzione ancora più decisa al ribasso; inoltre, la situazione di crisi genera anche un incremento dei costi di liquidazione, per cui il valore di liquidazione si attesta su livelli ancora più bassi nel corso del tempo; esso poi dipende anche dalle caratteristiche patrimoniali dell'impresa, in quanto se gli asset sono specifici il valore di liquidazione sarà inferiore; generalmente, poi, in caso di crisi e di relativa liquidazione del patrimonio da parte dell'impresa, i migliori acquirenti sono le imprese concorrenti dello stesso settore, che sono disposti ad acquistarli ad un prezzo più alto, cioè il loro valore di funzionamento, dandosi che possono utilizzarli meglio nel ciclo produttivo; se la crisi pertanto coinvolge l'intero settore, per cui anche i concorrenti diretti devono gestire situazioni di difficoltà finanziarie e dunque non possono acquistare gli asset dell'azienda, il valore di liquidazione di quest'ultima è ancora più basso, per cui esso risente anche della situazione generale del settore in cui l'impresa opera e non solo di quella specifica di questa.

Per quanto attiene poi le motivazioni che possono portare un'impresa alla crisi, è possibile arrivare a definire cinque tipologie di crisi in funzione delle cause che le generano³⁵, e cioè:

- crisi da inefficienza, nel caso in cui uno o più settori dell'azienda generano rendimenti inferiori a quelli della concorrenza;
- crisi da decadimento dei prodotti, nel momento in cui i margini di vendita non permettono di coprire almeno i costi fissi;
- crisi da sovracapacità e rigidità, derivante da una costante diminuzione del volume della domanda di mercato;
- crisi da squilibrio finanziario e patrimoniale, che deriva da elementi relativi all'azienda stessa, come il rischio settoriale o il potere contrattuale nei confronti delle banche, e altri riguardanti l'ambiente di riferimento;

35 ODCEC Milano, La crisi d'impresa, i Quaderni, n. 27, 2006, p. 24 ss.

- crisi da carenze di programmazione e innovazione, cioè da incapacità di adeguare la gestione aziendale ai cambiamenti ambientali e di generare innovazioni dalla ricerca.

La crisi dunque è data dal risultato di diversi fattori tra loro collegati che generano un circolo vizioso; squilibri e mancanze infatti solitamente sono presenti in maniera congiunta, essendo l'uno la causa e l'effetto dell'altro, per cui spesso risulta difficoltoso comprendere le reali cause della crisi.

Una situazione di declino e poi di crisi non sono mai riconducibili quindi ad una motivazione specifica, essendo il risultato di un complesso di fattori sia interni che esterni all'impresa.

Tra le motivazioni esterne si ricordano³⁶:

- quelle macro-economiche: mancanze del sistema-paese, inefficienza dei mercati finanziari, inadeguatezza del sistema creditizio, cambiamenti a sfavore della legislazione settoriale;
- quelle di settore: incremento della concorrenza, riduzione della domanda, sovracapacità, estrema competizione sul prezzo, riduzione delle barriere all'entrata;
- quelle culturali: attenzione all'ambiente, all'igiene, all'etica produttiva;
- quelle catastrofiche: conflitti, terrorismo, disastri ambientali.

Le motivazioni esterne, però, anche se importanti, di solito non rappresentano la causa primaria di una crisi, ma solo un fattore di amplificazione della stessa; le motivazioni interne dunque sono quasi sempre quelle principali.

Queste ultime possono derivare innanzitutto da un comportamento soggettivo, per cui la crisi può nascere da comportamenti inefficienti o, come già accennato, opportunistici da parte del management³⁷.

In un'ottica obiettiva, invece, le motivazioni interne possono consistere in:

- motivazioni strategiche, generate ad esempio da errori nella definizione e nell'implementazione degli investimenti, nell'ingresso in nuovi settori senza le risorse necessarie, nella creazione di fasi di crescita non

³⁶ ODCEC Milano, *La crisi d'impresa*, i Quaderni, n. 27, 2006, p. 25 ss.

³⁷ ODCEC Milano, *La crisi d'impresa*, i Quaderni, n. 27, 2006, p. 25 ss.

supportate sul piano finanziario o umano, nella mancanza di investimenti nella ricerca e di innovazione;

- riduzioni dimensionali o al contrario eccesso di capacità produttiva, derivanti dalle evoluzioni della domanda o da errori previsionali, che comportano un eccesso di costi fissi nel breve termine;
- decrescente posizionamento competitivo e decadimento dei prodotti, come ad esempio errata scelta dei mercati o dei segmenti da coprire con la propria produzione, calo dell'immagine della marca, errori nelle strategie di prodotto, mancanze a livello distributivo, scarsa capacità innovativa, maggior forza della concorrenza;
- squilibrio finanziario e patrimoniale, come eccesso nell'utilizzo dell'effetto leva, scarsa correlazione tra fonti e impieghi, mancanze a livello di liquidità, ritardi nei pagamenti, scarsa patrimonializzazione e squilibrio tra capitale proprio e finanziamento di terzi;
- inefficienze nei costi, relative a operatività dell'impresa in un regime di costi superiore rispetto a quello della concorrenza, oltre che inefficienza organizzativa, produttiva, commerciale e amministrativa;
- crescita eccessiva, non adeguatamente prevista e quindi non sostenuta da sufficienti risorse da parte dell'impresa.

L'elemento importante nella crisi è dato dal suo riconoscimento in tempo utile per poter recuperare la situazione; in tal senso, è importante fare attenzione a degli indicatori che possono risultare utili in quanto possibili predittori di uno stato di difficoltà.

Ciò si scontra, come già accennato, con la tendenza (psicologica o intenzionale) a rifiutare l'idea di crisi e ad ammettere l'insuccesso.

Gli strumenti che consentono di individuare una situazione di crisi sono diversi, e vanno dall'analisi di bilancio, all'analisi di mercato, fino all'utilizzo di alcuni modelli specifici previsionali (come ad esempio il modello Z Score di Altman³⁸).

L'analisi di bilancio consente di rilevare alcuni squilibri in diverse aree

38 C. Sottoriva, *Crisi e declino dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 202 ss.

economiche e patrimoniali dell'azienda, in quanto determina, attraverso gli indici, la solidità patrimoniale, il grado di liquidità, i flussi reddituali e quelli finanziari.

L'analisi finanziaria permette di analizzare la situazione della struttura finanziaria dell'impresa e definire le strategie necessarie per il suo risanamento, valutandone anche i relativi oneri finanziari.

Vi sono poi altri indicatori di squilibrio, relativi all'andamento della quota di mercato, al livello delle scorte, al livello dei crediti.

L'analisi di mercato invece consente all'impresa di comprendere il proprio posizionamento sul mercato di riferimento e la possibile evoluzione dello stesso; in tale ultimo senso, il mercato può trovarsi in una situazione di crisi strutturale, per cui l'impresa deve rivedere le proprie strategie operative, oppure in una situazione di crisi temporanea; in caso di situazione stazionaria, la crisi dell'impresa è dovuta dunque a fattori interni, sulla quale agisce secondariamente anche la maggiore concorrenza derivante dalla stagnazione del mercato; infine, in caso di mercato in una situazione di crescita, la crisi deriva da incapacità nello sfruttamento di tale trend per inefficienza o scarsa competitività.

Utile nell'individuazione delle situazioni di crisi è anche il sistema di controllo di gestione con il relativo report e l'andamento del valore di mercato dei titoli dell'impresa, in quanto la diminuzione dei flussi reddituali e l'incremento del rischio generano solitamente una riduzione del valore del capitale economico.

1.5 La gestione della crisi

Uno degli elementi fondamentali nelle crisi è, come visto in precedenza, il fatto di rilevarla in tempo utile per intervenire e adottare gli opportuni accorgimenti strategici e operativi per governare adeguatamente la riduzione che subisce il valore del capitale dell'impresa in oggetto.

Le alternative possibili possono essere implementate sia per via stragiudiziale che giudiziale, ricorrendo o meno alla procedura presso il Tribunale; le procedure giudiziali verranno meglio specificate nel prosieguo del lavoro, tramite l'analisi delle riforme della legge fallimentare che hanno introdotto significative innovazioni legislative, aventi lo scopo di limitare l'utilizzo delle procedure liquidatorie tradizionali per incentivare invece il recupero del valore del capitale attraverso la continuità aziendale (il già citato "going concern").

La continuità aziendale si basa sul ripristino dell'equilibrio finanziario, da attuarsi attraverso interventi più o meno radicali di riformulazione e/o di riduzione del debito, di concessione di specifici diritti sul capitale proprio e di accesso a "nuova finanza", cioè le operazioni di rifinanziamento delle imprese in crisi.

In tal modo, l'insolvenza diventa secondaria rispetto alla fiducia che i creditori accordano di nuovo all'impresa³⁹.

In questo paragrafo invece si analizzeranno gli strumenti stragiudiziali, e specificamente quelli che intervengono sulla gestione manageriale dell'impresa in un'ottica prettamente aziendalistica; tali strumenti si basano su alcuni principi di fondo che fanno riferimento all'efficienza, all'equità e alla tempestività degli interventi.

L'efficienza deriva dal fatto che la gestione della crisi deve evitare ulteriori danneggiamenti al valore dell'impresa, ossia deve conservare il più possibile un saldo positivo tra il valore di funzionamento dell'impresa e il valore di liquidazione della stessa, minimizzando i costi della crisi medesima.

39 L. Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1986, p. 91 ss.

In altre parole, l'efficienza economica presuppone che lo strumento di risoluzione della crisi debba essere scelto in base ai risultati che esso prospetta in merito alla migliore allocazione del patrimonio aziendale.

L'evidenza dell'insolvenza, infatti, non comporta necessariamente che i creditori siano maggiormente favoriti se l'attività d'impresa viene fermata e il patrimonio liquidato, in quanto un risultato migliore potrebbe essere ottenuto, anche per i creditori, continuando l'attività.

In altri termini, i flussi reddituali che l'impresa può generare continuando l'attività potrebbero essere superiori a quelli ricavabili dalla liquidazione, per cui anche i creditori potrebbero benissimo essere interessati all'ipotesi di continuità (tramite l'uscita pilotata dalla crisi o attraverso la vendita dell'azienda ad altri) piuttosto che a quella di fallimento⁴⁰.

L'equità, invece, fa riferimento alla correttezza nella definizione della partecipazione al valore di funzionamento o di liquidazione dell'impresa, oltre che ai costi della soluzione scelta.

Tale concetto richiama direttamente i principi basilari della “par condicio creditorum” e della “absolute priority rule” (cioè il rispetto dell'ordine dato dalle cause legittime di prelazione)⁴¹.

La tempestività infine è relativa, come già richiamato in precedenza, alla necessità di rilevare in tempo la situazione di crisi per poter rendere maggiormente efficiente l'intervento risolutivo.

Il valore dell'impresa, infatti, come visto, tende a ridursi velocemente in una situazione di crisi, per cui mantenere tale situazione senza intervenire potrebbe generare effetti negativi sul livello di fiducia dei portatori di interessi verso l'azienda, causando una riduzione del valore economico delle attività aziendali.

Sulla base di tali principi, è possibile delineare diversi strumenti utili a fronteggiare la situazione di crisi in base alla fase della stessa; la decisione di base, come si vedrà meglio nel prosieguo, è quella relativa alla scelta tra avviare un processo di risanamento finalizzato alla continuità aziendale (turn-around)

40 L. Stanghellini, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Rivista delle società*, 2004, p. 16

41 L. Norsa, *Risk, issue e crisis management*, IPSOA, Milano, 2009, p. 15 ss.

oppure procedere alla liquidazione dell'impresa⁴².

Tale scelta viene effettuata, in base al predetto principio di efficienza, sulla scorta del rapporto tra il valore attuale netto dei flussi monetari previsti dal funzionamento e il valore di liquidazione: se il primo è superiore al secondo, la soluzione della liquidazione è quella meno efficiente, per cui dovrebbe essere scelta la strategia della ristrutturazione.

Tale strategia può essere intrapresa dagli attuali proprietari dell'impresa o da parte di terzi investitori (in caso di cessione della stessa), i quali si fanno carico sia dei benefici ma anche dei costi e dei rischi del progetto di ristrutturazione.

In una fase di crisi potenziale, il valore di funzionamento, come visto, risulta essere ancora superiore al valore nominale del debito; il management dunque deve tempestivamente riconoscere la situazione e quindi cogliere i segnali della crisi potenziale⁴³.

Le azioni da attuare in tal senso per recuperare la redditività e l'efficienza nell'ottica della ricostituzione della creazione di valore possono essere:

- la ristrutturazione, relativa al miglioramento dell'efficienza dei fattori produttivi, dell'incidenza dei costi fissi e dell'assetto finanziario e patrimoniale dell'impresa;
- la riconversione, riguardante la ricerca di nuove combinazioni tra prodotti e mercati di riferimento basata sull'innovazione tecnologica e su quella commerciale;
- il ridimensionamento, cioè la modifica significativa delle dimensioni aziendali come strumento di contrapposizione alla sovraccapacità produttiva;
- la riorganizzazione, che attiene gli elementi organizzativi dell'impresa, in termini di responsabilità, controllo, ricerca e strategia.

Nell'ambito di una crisi potenziale inoltre si può intervenire anche a livello finanziario, richiedendo una sospensione delle azioni esecutive o una

42 G. Cherubini, *Crisi d'impresa. Strategie di risanamento*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 36

43 P. Di Cagno, *Il Sistema aziendale tra rischio di impresa e rischio economico generale*, Cacucci, Roma, 2002, p. 23 ss.

ristrutturazione del debito, così come si può immettere nuova finanza per sostenere lo svolgimento dell'attività operativa ed i processi di ristrutturazione⁴⁴.

Nella fase di crisi governabile, il valore economico di funzionamento, anche se in netta decrescita, è inferiore al valore del debito ma superiore a quello di liquidazione; in questa fase, più che nelle altre, è opportuno intervenire sul funzionamento aziendale tramite una ristrutturazione e il risanamento finanziario, prima di orientarsi sull'opzione liquidatoria.

La ristrutturazione può riguardare:

- una diversa allocazione degli elementi patrimoniali (asset restructuring);
- una diversa configurazione delle passività (debt restructuring).

Tali processi potrebbero comportare anche la vendita totale o parziale degli elementi dell'attivo, in modo da generare la liquidità necessaria per fronteggiare il debito⁴⁵.

A tal proposito, però, c'è da rilevare come la cessione anticipata di tali elementi potrebbe contribuire alla distruzione del valore aziendale e quindi diventare un costo di liquidazione.

Il processo di ristrutturazione dell'attivo quindi deve tener conto anche dei costi di liquidazione ad esso associati.

La ristrutturazione finanziaria invece ha l'obiettivo di riorganizzare la struttura del capitale dell'impresa in modo da superare le difficoltà nel pagamento del debito e dei relativi interessi, contribuendo a generare ulteriori flussi di cassa a sostegno del debito stesso.

Anche in questo caso è opportuno rilevare tempestivamente la situazione di crisi, implementando in tal modo al meglio gli strumenti a disposizione dell'impresa per salvaguardare il proprio valore⁴⁶.

Gli interventi di risanamento finanziario possono essere:

- equity-based, che riguardano i tagli nelle distribuzioni dei dividendi agli azionisti e le richieste di aumento di capitale;

44 A. Bianchi, *Crisi di impresa e risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2010, p. 384

45 F. Di Marzio, *La crisi d'impresa*, Wolters Kluwer, Milano, 2010, p. 17 ss.

46 G. Cherubini, *Crisi d'impresa. Strategie di risanamento*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 5

- debt-based, relativi invece alla rinegoziazione dei finanziamenti con i creditori, attraverso ad esempio la posticipazione delle scadenze di pagamento o lo stralcio del debito.

Se tali strategie non sono sufficienti, vi è l'ulteriore possibilità di ingresso di nuovi azionisti nel capitale dell'azienda, sempre nel caso in cui il progetto di ristrutturazione risulti attrattivo per i terzi; esempio di tali soggetti sono i fondi "vulture", cioè fondi di investimento la cui attività precipua è l'acquisto, la gestione e la rivendita delle imprese in crisi, allo scopo di sfruttare le possibilità di guadagno derivanti dalla rimessa in sesto di un'azienda in crisi.

Con l'ingresso di nuovi azionisti nel controllo dell'azienda, la ristrutturazione in pratica assume la veste della cessione; essa può avvenire a beneficio di partner industriali, che possono sfruttare le relative sinergie, oppure di soggetti finanziari, come ad esempio i fondi di private equity⁴⁷.

Nel momento in cui, anche ipotizzando un piano di turn-around, il valore attuale di funzionamento risulta inferiore al valore di liquidazione, in quanto esso non consente di ripristinare i flussi di cassa necessari al sostegno del debito, per cui l'impresa versa in una situazione di crisi irreversibile, la soluzione più adeguata è la liquidazione.

Ciò deve tener conto anche del valore di cessione dell'impresa in funzionamento, che deve essere inferiore rispetto al ricavato che si otterrebbe dalla liquidazione, per poter considerare quest'ultima l'ipotesi più efficiente⁴⁸.

In definitiva, la scelta tra la ristrutturazione, interna o esterna (la cessione), e la liquidazione, secondo il principio di efficienza, deve basarsi su una stima del valore del capitale dell'impresa risultante dall'attuazione delle diverse alternative.

Esse in sintesi sono:

- ristrutturazione, da attuarsi con:
 - aumenti di capitale;
 - ingresso di operatori specializzati;

47 A. Bianchi, *Crisi di impresa e risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2010, p. 205

48 G. Cherubini, *Crisi d'impresa. Strategie di risanamento*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 6

- “nuova finanza”,

generando:

- dilazione dei debiti;
- stralcio dei debiti;
- sostituzione del capitale con debiti;
- cessione del complesso aziendale in funzionamento, intesa come:
 - cessione dell'azienda;
 - cessione di rami d'azienda;
 - cessione a terzi di quote di controllo;
- liquidazione, con ripartizione del ricavato tra i creditori secondo i gradi di privilegio del credito.

1.6 Liquidazione o risanamento?

Come appena visto, una volta rilevato lo stato di declino o di crisi, l'impresa deve individuarne le motivazioni ed attuare specifici interventi per ovviare ad esse; tale progetto prevede la fondamentale scelta tra risanamento o liquidazione dell'attività.

La scelta deriva direttamente dal confronto tra i costi e i ricavi della liquidazione con i costi di risanamento e le opportunità ottenibili dall'impresa una volta risanata, ossia il valore del suo capitale economico al termine del processo di turnaround.

La liquidazione si caratterizza per il fatto di distruggere gran parte del valore del patrimonio intangibile, inteso come valore dei beni immateriali presenti all'interno dell'azienda e dell'avviamento; i ricavi della liquidazione invece risiedono nel ricavato della vendita dei beni immateriali.

La scelta del risanamento invece avviene in ambito privato (turnaround in senso stretto) oppure tramite ricorso alle procedure pubbliche alternative al fallimento; in tale paragrafo si tratterà del primo contesto, mentre il secondo verrà analizzato nel prossimo paragrafo.

Il turnaround in senso stretto definisce l'"inversione di tendenza" che l'impresa si propone di attuare per ripristinare gli equilibri economici, finanziari, patrimoniali e operativi.

Secondo alcuni, il turnaround è un processo che comporta un cambiamento radicale che investe anche altri aspetti dell'impresa, a livello di strategia, organizzazione, cultura e processi; il turnaround dunque non necessariamente è ricollegato ad una situazione di declino o di crisi, che rappresentano dunque solo degli eventi contingenti che danno vita ad un processo di turnaround⁴⁹.

Il turnaround poi può essere strategico, ossia incidere sul rapporto tra impresa e mercato, oppure operativo, relativo cioè all'aspetto produttivo e organizzativo; in

49 L. Sicca, F. Izzo, La gestione dei processi di turnaround, ESI, Napoli, 1995, p. 25

tal senso, la crisi può avere motivazioni strategiche o operative; alle motivazioni strategiche conseguono diverse possibilità di turnaround:

- lo spostamento verso un gruppo strategico più ampio;
- lo spostamento verso un gruppo strategico meno ampio;
- il mantenimento del gruppo strategico attuale con cambiamento delle competenze centrali.

Alle motivazioni operative invece si può rispondere con:

- strategie di riduzione dei costi, nel caso di imprese al di sotto del punto di pareggio;
- strategie di aumento dei ricavi, per le imprese al di sopra del break even point;
- riduzione delle attività, per le imprese molto lontane dal punto di pareggio⁵⁰.

La definizione del processo di turnaround risale poi a specifici studi condotti in materia; il concetto centrale in tali studi è quello di “retrenchement”, vale a dire il ridimensionamento dell'impresa tramite una diminuzione della struttura organizzativa e operativa delle sue attività.

Il processo di turnaround quindi si struttura in due fasi:

- il riequilibrio finanziario, attuato attraverso una riduzione dei costi e delle attività tale per cui si generano flussi di cassa positivi;
- la crescita tramite turnaround strategico o operativo⁵¹.

Secondo altri invece il processo di turnaround si differenzia in due classi di strategie da attuare per contrastare il declino (“two stage”):

- strategie di contenimento e arresto del declino;
- strategie di risanamento e recupero⁵²,

entrambe necessarie per conseguire tali obiettivi.

Altri studi pongono invece l'accento sul fatto che la crisi sia la conseguenza

50 C.W. Hofer, D. Schendel, *Strategy formulation: Analytical Concepts*, West Group, 1978, p. 138
51 R.B. Robinson, J.A. Pearce, *Strategic management*, McGraw Hill, New York, 2009, p. 414
52 M. Yasani-Ardekani, V.L. Barker, K. Arogyaswamy, *Firm turnaround: an integrative two-stage model*, in *Journal of management studies*, vol. 32-4, 1995, p. 497

dell'incapacità dell'impresa ad adeguarsi ai cambiamenti ambientali; in tale ottica il turnaround si struttura in tre fasi:

- l'avvio, che definisce gli interventi urgenti e la rilevazione delle motivazioni della crisi;
- la ristrutturazione, con interventi di mutamento produttivo;
- lo sviluppo, con la ripresa degli investimenti⁵³.

Altri infine definiscono cinque fasi fondamentali del processo di turnaround:

- il riconoscimento del declino e il cambiamento della leadership;
- l'analisi-valutazione delle motivazioni del declino e la definizione dei relativi interventi;
- la trattativa con gli stakeholders per la definizione dei sacrifici da sostenere;
- la normalizzazione, con riequilibrio economico-finanziario;
- il ritorno alla creazione di valore⁵⁴.

Nel momento in cui dal confronto tra costi e benefici del risanamento e quelli della liquidazione nasce la decisione di scegliere il turnaround piuttosto che quest'ultima, è opportuno innanzitutto prendere dei provvedimenti di urgenza che favoriscono il successivo processo di turnaround.

Essi riguardano:

- la quantificazione delle risorse manageriali e finanziarie necessarie per attuare il risanamento;
- l'eventuale richiesta di risorse all'esterno, tramite ampliamento della base azionaria;
- il cambio del management, azione che viene attuata nella prassi sia per precise responsabilità dello stesso in merito alla crisi, sia quando esso non ha responsabilità, ma la sua sostituzione viene considerata necessaria per assicurare i portatori di interessi in relazione al cambiamento di rotta;
- l'analisi delle perdite subite dall'impresa.

53 S. Sciarelli, *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam, Padova, 1995, p. 87

54 L. Guatri, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, p. 155

Successivamente, vengono attuate le strategie di risanamento proprie di un processo di turnaround, che sono, come visto già in precedenza, la ristrutturazione, la riconversione, il ridimensionamento e la riorganizzazione.

Il progetto di risanamento in tale ambito viene strutturato in un piano di turnaround, che generalmente si struttura nel seguente modo:

- premessa: definizione degli obiettivi, analisi delle motivazioni interne ed esterne del risanamento, caratteristiche dell'impresa e della sua posizione competitiva, definizione della situazione patrimoniale di partenza;
- interventi da attuare: operazioni gestionali, finalizzate all'implementazione delle capacità competitive e reddituali dell'impresa, vendita di asset non strategici, ristrutturazione dell'indebitamento (tramite stralcio, dilazioni, conversione in azioni o altri titoli oppure approvvigionamento di nuove risorse finanziarie), definizione degli impegni a carico degli azionisti;
- definizione delle previsioni economico-finanziarie: budget previsionale, performance attese in termini di flussi economici e finanziari;
- definizione di meccanismi di gestione e di controllo del piano⁵⁵.

L'attuazione del piano poi prevede necessariamente la negoziazione con gli stakeholders che devono sostenerlo, quindi innanzitutto con il sistema bancario, per quanto riguarda la ristrutturazione dell'indebitamento, e poi con le organizzazioni sindacali, in relazione ad eventuali riduzioni di personale, con i fornitori, per avere dilazioni di pagamento e la continuità della fornitura, e con gli obbligazionisti, per richiedere dilazioni o conversioni in azioni dei loro crediti.

Il turnaround avrà successo, come visto, se la situazione verrà normalizzata, con il ritorno alla generazione di un livello di profitto adeguato e la fine delle perdite di valore, e successivamente con il ripristino della creazione di valore.

In tal senso, diversi e molteplici sono gli elementi che incidono sul successo del processo di turnaround, tra i quali acquisiscono un'importanza fondamentale i seguenti:

- la tempistica (o meglio, la tempestività) degli interventi, a cui si è già

55 L. Guatri, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, p. 220

accennato in precedenza, necessaria per fermare la distruzione di valore;

- la scelta di soggetti attuatori del piano che abbiano, oltre alla capacità, una leadership riconosciuta che sia in grado di superare le resistenze al cambiamento e ricreare il clima di fiducia;
- l'orientamento al lungo termine, tramite l'attuazione di una strategia condivisa a tutti i livelli e partecipata, che rimanga anche successivamente al ripristino della situazione normale come elemento di base da tener sempre in conto; la nuova strategia dell'impresa quindi deve essere assimilata all'interno della cultura aziendale, focalizzando l'intera organizzazione verso obiettivi e valori condivisi, che costituiscono la base operativa anche della successiva attività post-crisi;
- una comunicazione chiara e trasparente verso i portatori di interessi;
- ovviamente, un'attività che sia ancora in grado di poter generare profitto e dare una posizione competitiva valida⁵⁶.

56 L. Sicca, F. Izzo, *La gestione dei processi di turnaround*, ESI, Napoli, 1995, p. 56

1.7 La riforma fallimentare e il favor per il “going concern”

Come visto in precedenza, l'obiettivo della continuità aziendale può essere raggiunto, oltre che attraverso le strategie propriamente aziendalistiche, anche in ambito legislativo, grazie alla riforma della legge fallimentare che ha introdotto diversi strumenti finalizzati alla massimizzazione del “going concern” invece che alla liquidazione dell'attività⁵⁷.

Tali procedure sono orientate alla regolarizzazione della situazione di dissesto aziendale che hanno natura reversibile e che non hanno ancora raggiunto lo 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 (secondo le definizioni viste in precedenza), per cui la procedura può essere avviata non solo in una situazione già patologica, ma anche in contesti risolvibili, favorendo il recupero della stessa e la continuazione dell'impresa.

Tra l'altro, significativo in tal senso è il fatto che la procedura possa essere avviata non solo d'ufficio o dai creditori, ma anche dallo stesso imprenditore, evidenziando con ciò la compartecipazione dell'impresa alla soluzione della crisi con l'evidente scopo di continuare l'operatività.

Gli strumenti che la normativa offre a tale scopo sono:

- i piani attestati di risanamento (art. 67, comma 3, lettera d) della legge fallimentare;
- il concordato preventivo (art. 160 e ss. della legge fallimentare);
- gli accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182-bis della legge fallimentare).

Tali procedure, pur se differenziate, hanno delle caratteristiche comuni, che si possono sintetizzare nel modo seguente:

⁵⁷ A. Ruggiero, *Fallimento e procedure concorsuali*, FAG, Milano, 2006, p. 19. Si veda inoltre, L. Stanghellini, *Le crisi di impresa fra diritto ed economica – Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, p. 97.

- la presenza di un piano gestionale ed economico-finanziario che descrive gli interventi che verranno presi per il risanamento dell'impresa;
- la flessibilità del contenuto di tale piano, che si basa sull'autonomia privata e sull'accordo diretto tra imprenditore e creditori.

1.7.1 I piani attestati di risanamento

Il piano attestato di risanamento necessita di un preventivo controllo di idoneità da parte di un professionista abilitato, che deve verificarne la ragionevolezza e la capacità di superamento della crisi⁵⁸.

I creditori possono aderire ad esso e, in caso di successivo fallimento dell'impresa, vedersi escludere dalla revocatoria gli atti posti in essere per l'esecuzione del piano stesso⁵⁹.

Il piano in effetti non è tipizzato dall'ordinamento, ma il legislatore ne disciplina gli effetti come se fosse un vero e proprio istituto tipico; infatti, egli ne ha delineato solo le caratteristiche essenziali, lasciando alla prassi professionale la definizione dei contenuti.

Nello specifico, l'art. 67 della legge fallimentare stabilisce che sono revocati, “salvo che l'altra parte provi che non conosceva lo stato d'insolvenza del debitore:

- gli atti a titolo oneroso compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito sorpassano di oltre un quarto ciò che a lui è stato dato o promesso;
- gli atti estintivi dei debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con denaro o con altri mezzi normali di pagamento, se compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento;
- i pegni, le anticresi e le ipoteche volontarie costituiti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento per debiti preesistenti non scaduti;
- i pegni, le anticresi e le ipoteche volontarie costituiti entro sei mesi

⁵⁸ ODCEC Milano, *La crisi d'impresa*, i Quaderni, n. 27, 2006, p. 15 ss.

⁵⁹ A. Dell'Atti, *I piani di risanamento nelle operazioni di ristrutturazione d'impresa*, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 104 ss.

anteriore alla dichiarazione di fallimento per debiti scaduti.

Sono altresì revocati, se il curatore prova che l'altra parte conosceva lo stato d'insolvenza del debitore, i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili, gli atti a titolo oneroso e quelli costitutivi di un diritto di prelazione per debiti, anche di terzi, contestualmente creati, se compiuti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento”.

Il comma 3 dello stesso articolo poi stabilisce delle deroghe per alcuni atti particolari, tra cui, alla lettera d), “gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore, purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano”.

L'esenzione dalla revocatoria, in effetti, è il vantaggio che più interessa i creditori dell'impresa in oggetto nel momento in cui vengono chiamati ad approvare il piano; per tale motivo, il legislatore ha introdotto tale ipotesi, incentivando in tal modo la partecipazione al piano dei creditori⁶⁰.

A livello strettamente tecnico, il piano di risanamento è un atto stragiudiziale, non soggetto al controllo giudiziario nella sua preparazione né nella sua esecuzione, e non è soggetto nemmeno a obblighi pubblicitari; in ogni caso, è prevista la possibilità di iscrizione al Registro delle imprese.

La normativa, come detto, non prevede alcuna regola in merito al contenuto del piano, il quale dunque può stabilire interventi lasciati alla totale discrezione dell'impresa proponente⁶¹.

I requisiti, attestati dal professionista, sono:

- l'idoneità a permettere il risanamento della posizione debitoria dell'impresa e il riequilibrio della sua situazione finanziaria;

60 M. Rutigliano, *Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*. Un primo bilancio, Giuffrè, Milano, 2010, p. 39 ss.

61 L. Panzani, G. Fauceglia, *Fallimento e altre procedure concorsuali*, Wolters Kluwer, Milano, 2008, p. 656 ss.

- la veridicità dei dati aziendali (legge n. 134/2012);
- la fattibilità del piano.

Da segnalare che la lettera della norma parla di giudizio del professionista attestatore sull'apparente idoneità; ciò evidenzia come tale idoneità possa essere verificata non a priori, ma solo successivamente, e cioè in caso di susseguente dichiarazione di fallimento dell'impresa.

Solo allora, infatti, risulterà chiaro che il piano non era idoneo al risanamento dell'impresa, per cui il legislatore, che comunque parte dal punto di vista dell'insolvenza generatrice di fallimento, anche quando definisce gli strumenti alternativi ad esso, ha precisato che il piano deve “apparire” idoneo nel momento in cui viene strutturato, e non può “essere” idoneo, se prima non viene confermata l'assenza di un successivo fallimento.

Un'altra questione relativa al contenuto del piano è quella riguardante l'obiettivo di tali interventi, e cioè se esso debba necessariamente essere orientato alla continuazione dell'attività oppure se possa avere come scopo finale la liquidazione dell'impresa.

In effetti, la liquidazione parziale del patrimonio e la cessione di rami d'azienda sono modalità normali di ristrutturazione a fini di continuazione; nel caso di liquidazione totale dell'impresa, invece, si pone il suddetto problema.

L'art. 67, comma 3, lettera d) della legge fallimentare, però, prevede che le procedure di favore siano applicabili sono in presenza di una finalità conservativa del piano nell'ottica della protezione del valore aziendale; pertanto, il contenuto del piano deve essere orientato al risanamento della posizione debitoria dell'impresa e al riequilibrio finanziario.

Non vi è però, al contempo, il divieto di liquidazione totale dell'azienda per il soddisfacimento dei creditori.

Relativamente poi alla forma che i piani attestati di risanamento devono avere, la norma come detto non fornisce precisazioni in merito; la prassi professionale però si è stabilmente orientata sulla formalizzazione del piano, ossia sull'obbligatorietà

della forma scritta⁶².

Per quanto riguarda poi la certezza della data del piano di risanamento e degli atti realizzati nell'ambito della sua esecuzione, e quindi il momento a partire dal quale gli atti esecutivi sono soggetti a tutela giuridica e sono opponibili a terzi, anche in questo caso non sono previsti obblighi pubblicitari, ferma restando la già citata possibilità di iscrivere il piano al Registro delle imprese; la dottrina ha sottolineato come in tal senso possa essere presa in considerazione anche la data di asseverazione della relazione del professionista attestatore.

Tra l'altro, la scelta del legislatore di non prevedere la pubblicità del piano di risanamento risulta comprensibile, in quanto deriva anche dal fatto che un'eventuale diffusione della relativa notizia potrebbe incidere negativamente sulle relazioni dell'impresa con l'esterno, ostacolando l'obiettivo del risanamento che è alla base del piano stesso.

E' allo stesso tempo vero, però, che un piano di risanamento credibile e attestato dovrebbe rappresentare per i creditori una garanzia sul risanamento medesimo.

Come accennato in precedenza, infine, il piano attestato di risanamento è un atto unilaterale dell'impresa, per cui non presuppone la partecipazione e l'accordo dei creditori.

E' chiaro però che il consenso di questi rappresenta un presupposto importante per il successo del piano, quando questi preveda interventi sulle condizioni e sui tempi di pagamento dei crediti.

Il risanamento dunque può essere più facilmente conseguito se i creditori aderiscono al piano⁶³.

Da segnalare che i creditori che non accettano il piano devono comunque essere soddisfatti totalmente e secondo le scadenze ordinarie⁶⁴.

A tutto ciò consegue che i creditori aderenti non possono opporsi al piano né richiedere un controllo sulla sua validità; solo in caso di successivo fallimento

62 ODCEC Milano, *La crisi d'impresa*, i Quaderni, n. 27, 2006, p. 37 ss.

63 M. Rutigliano, *Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Un primo bilancio*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 42 ss.

64 A. Dell'Atti, *I piani di risanamento nelle operazioni di ristrutturazione d'impresa*, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 107 ss.

dell'impresa essi possono appellarsi all'irrevocabilità degli atti posti in essere in esecuzione del piano stesso.

Fino all'eventuale dichiarazione di fallimento, dunque, il piano attestato è un atto autonomo dell'impresa, su cui l'autorità non può intervenire in alcun modo; l'effetto dell'irrevocabilità suddetta si realizza solo in caso di successivo fallimento.

Il Tribunale a questo punto sarà investito dell'onere di valutare l'idoneità del piano e promuovere l'azione revocatoria, nel momento in cui tale valutazione abbia avuto un giudizio negativo⁶⁵.

Tale giudizio è dunque di natura strumentale alla successiva esenzione da revocatoria, e quindi ha una valenza giuridica differente rispetto al giudizio di omologazione previsto nell'ambito del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione; in tali ultimi casi, infatti, come si vedrà meglio nel prosieguo del lavoro, l'autorità giudiziaria deve accertare la validità del piano prima della sua esecuzione, in via prospettica, mentre i piani attestati di risanamento, come già ricordato, possono essere valutati solo ex post.

1.7.2 Il concordato preventivo

La procedura di concordato preventivo prevede la possibilità per il debitore di risanare la propria posizione o liquidare l'attivo, senza incorrere nel fallimento; il soggetto legittimato a richiedere l'ammissione alla procedura è solo l'impresa stessa, nel caso in cui vi siano tre requisiti:

- l'esercizio di un'attività commerciale;
- lo stato di crisi o di insolvenza;
- il superamento delle soglie di fallibilità previste dalla legge fallimentare⁶⁶.

Anche il concordato preventivo prevede la predisposizione di un piano il cui contenuto è liberamente determinabile dall'impresa; l'art. 160 della legge

65 A. Dell'Atti, I piani di risanamento nelle operazioni di ristrutturazione d'impresa, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 107 ss.

66 G. Lo Cascio, Il concordato preventivo, Giuffrè, Milano, 2011, p. 95

fallimentare, infatti, stabilisce che il piano possa riguardare:

- la ristrutturazione dei debiti e il pagamento dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche tramite cessione di beni, accollo o altre operazioni straordinarie, compresa l'attribuzione ai creditori o a società da essi partecipate di azioni, quote, obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito;
- l'attribuzione delle attività dell'impresa ad un assuntore, che possono essere anche i creditori o società da essi partecipate o da costituire nel corso della procedura, le cui azioni vengono attribuite ai creditori per effetto del concordato;
- la differenziazione dei creditori in classi in base alla posizione e agli interessi economici omogenei, con possibilità di prevedere anche trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse⁶⁷.

La caratteristica principale del concordato preventivo, rispetto al piano attestato di risanamento e all'accordo di ristrutturazione dei debiti, risiede nel fatto che tale procedura è giudiziale, nel senso che l'autorità giudiziaria interviene per controllare la stessa e per esprimere una valutazione di conformità alla legge, e inoltre presuppone l'osservanza di specifiche regole formali e procedurali⁶⁸.

Il concordato preventivo poi interessa l'intera massa creditoria e prevede la protezione dell'impresa dall'avvio di azioni esecutive e conservative dei creditori, anche nei casi in cui (come introdotto dalla legge n. 134/2012) il debitore abbia presentato ricorso riservandosi di presentare il piano e la relativa documentazione richiesta dall'art. 161 entro il termine fissato dal giudice (tra 60 e 120 giorni, prorogabile sino ad un periodo di ulteriori 60 giorni).

La domanda di ammissione alla procedura è costituita da un piano economico-finanziario finalizzato alla continuazione dell'impresa, alla cessione della stessa a terzi o alla liquidazione dell'attività; tale domanda deve essere corredata da ulteriore documentazione:

- una aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e

⁶⁷ A. Ruggiero, *Fallimento e procedure concorsuali*, FAG, Milano, 2006, p. 63

⁶⁸ F. Di Marzio, *La crisi d'impresa*, Wolters Kluwer, Milano, 2010, p. 318 ss.

finanziaria dell'impresa;

- una situazione analitica delle attività;
- l'elenco nominativo dei creditori, con le indicazioni dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione;
- l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore;
- il valore dei beni e i creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili⁶⁹.

La proposta di concordato nelle società di persone deve essere approvata, salva diversa disposizione dell'atto costitutivo, dagli amministratori e dalla maggioranza dei soci per quote, mentre nelle società di capitali tale approvazione è richiesta solo per l'organo amministrativo, salvo diversa disposizione dello statuto; la delibera dell'organo amministrativo delle società di capitali deve essere redatta da un notaio e iscritta nel Registro delle Imprese.

L'approvazione della proposta di concordato poi deve avvenire su maggioranza raggiunta nel maggior numero di classi; la ripartizione in classi deve essere effettuata secondo alcuni principi di base:

- la garanzia ai creditori di ottenere un trattamento migliore rispetto a quello derivante da soluzioni alternative;
- la garanzia ai creditori privilegiati di ottenere il rispetto delle cause di prelazione, anche quando viene riconosciuto un pagamento parziale; la norma infatti prevede che i creditori privilegiati possano essere soddisfatti anche parzialmente, in presenza dei seguenti requisiti:
 - il creditore deve essere soddisfatto in misura pari o superiore a ciò che potrebbe ottenere dalla liquidazione, tenendo conto del valore di mercato dei beni o dei diritti sui quali insiste la causa di prelazione;
 - vi è una relazione di un professionista da cui risulti tale valore di mercato.

69 S. De Matteis, M. Graziano, *Manuale del concordato preventivo*, Maggioli, Rimini, 2013, p. 110

Tramite la creazione di classi, i creditori ricevono trattamenti differenziati, derogando in tal modo al principio della par condicio dei creditori⁷⁰.

Come visto, poi, il piano deve essere corredato da una relazione redatta da un professionista che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano; l'attestazione del professionista non elimina comunque la possibilità per l'autorità giudiziaria di svolgere ulteriori controlli sulla veridicità dei dati e sulla fattibilità⁷¹.

70 S. De Matteis, M. Graziano, *Manuale del concordato preventivo*, Maggioli, Rimini, 2013, p. 275 ss.

71 M. Fabiani, G.B. Nardecchia, *Formulario commentato della legge fallimentare*, Ipsoa, Milano, 2007, p. 2052 ss. In tema di fattibilità cfr. Cass., Sez. Unite, n. 1521/2013. In tale occasione la S.U. precisava che “il giudice ha il dovere di esercitare il controllo di legittimità sul giudizio di fattibilità della proposta di concordato, non restando questo escluso dall'attestazione del professionista, mentre resta riservata ai creditori la valutazione in ordine al merito del detto giudizio, che ha ad oggetto la probabilità di successo economico del piano ed i rischi inerenti”. Scopo delle S.U. è stato principalmente quello di intervenire per fare chiarezza su alcuni controversi aspetti della disciplina del concordato preventivo, relativi alla definizione della linea di confine fra autonomia privata e controllo giudiziale nelle varie fasi della procedura, dall'ammissione all'omologazione.

Per quanto, in particolare, riguarda il tema della “fattibilità” del piano concordatario, l'interrogativo è particolarmente complesso stante il dibattito tra chi (in un periodo meno recente) ha escluso qualsiasi sindacato del Tribunale non meramente formale e di legalità, chi al contrario ha affermato che il controllo del Tribunale possa entrare anche nel merito delle valutazioni di fattibilità, e chi infine – in posizione intermedia – ha ritenuto che il controllo debba estendersi quanto meno alla ragionevolezza, correttezza metodologica, logicità, comprensibilità e coerenza dei criteri valutativi adottati dall'esperto, anche sotto il profilo della completezza argomentativa della sua relazione, al fine di assicurare ai creditori, prima della votazione, una corretta informazione e un consenso informato. In relazione a tale tesi cfr. sentenza Cass. n. 21860/2010, orientamento successivamente seguito da Cass. n. 3274/2011, Cass. n. 3586/2011, Cass. n. 13817/2011, Cass. n. 18987/2011. Contemporaneamente, altra sentenza della medesima Corte (Cass. n. 18864/2011) aveva finito per discostarsi significativamente dalle precedenti conclusioni laddove aveva ritenuto che non vi fosse “ragione di derogare ai principi generali in tema di rilevanza d'ufficio delle nullità” per illiceità dell'oggetto (“ad esempio, in presenza, nel piano, di offerte di cessione di res extra commercium, quali immobili insanabilmente abusivi o soggetti a confisca penale”), o per violazione di norme imperative (come nel caso di alterazione delle cause legittime di prelazione), o per impossibilità dell'oggetto “riscontrabile ove la proposta concordataria non abbia, alla luce della relazione del commissario giudiziale, alcuna probabilità di essere adempiuta”.

Quest'ultima evenienza è di particolare delicatezza per il fatto che dietro la presunta impossibilità dell'oggetto, riferita ad un giudizio di infattibilità (economica) del piano concordatario risultante dalla relazione del commissario giudiziale, si nasconde, in realtà, l'attribuzione al giudice di un potere di controllo di legittimità sostanziale, con tutti i rischi che ciò comporta. Per questo la Suprema Corte rimetteva la questione alle S.U. La sentenza delle S.U. ha quindi, innanzitutto, distinto tra fattibilità “giuridica” e fattibilità “economica”, le cui valutazioni spettano, quanto alla prima, al Tribunale dopo aver verificato che le modalità attuative del piano non risultino incompatibili con norme inderogabili o che il piano medesimo non presenti un'assoluta impossibilità di realizzazione; quanto alla seconda, ai creditori, essendo “legata ad un giudizio prognostico, che fisiologicamente presenta margini di opinabilità e implica possibilità di errore,

L'attestazione di fattibilità del piano è diversa a seconda che si tratti di un piano con finalità liquidatorie oppure a scopo di continuazione dell'attività aziendale.

Nel primo caso, l'attestazione contiene una disamina delle operazioni di liquidazione con specifico riferimento alla capacità di generare risorse finanziarie sufficienti a soddisfare i creditori; nel secondo caso, invece, l'attestazione esprime un giudizio di successo in riferimento ad un progetto di risanamento aziendale.

La richiesta di ammissione alla procedura viene trasmessa anche al pubblico ministero ed è soggetta a un controllo preventivo di ammissibilità da parte del Tribunale, che verifica il rispetto dei requisiti soggettivi e oggettivi di ammissione; il Tribunale può assegnare una proroga di quindici giorni per modificare il piano o allegare nuova documentazione.

In caso di mancanza dei requisiti suddetti, il Tribunale dichiara l'inammissibilità della domanda; in caso invece di ammissione, il Tribunale stabilisce l'apertura della procedura, nomina il giudice delegato, convoca i creditori entro 30 giorni, nomina il commissario giudiziale e definisce il termine per il deposito di una somma a copertura delle spese giudiziarie.

L'ammissione alla procedura fa sì che il debitore non perda il possesso dei propri beni, per cui egli conserva l'amministrazione e l'esercizio dell'impresa; le sue attività però sono soggette al monitoraggio del commissario giudiziale, il quale tra l'altro:

- verifica gli elenchi dei creditori e dei debitori;
- redige l'inventario dei beni;
- presenta una relazione sulle motivazioni del dissesto, sul comportamento del debitore, sulle proposte di concordato e sulle garanzie offerte;
- riferisce al giudice delegato riguardo l'esecuzione del piano, evidenziando ogni fatto che potrebbe arrecare pregiudizio per i creditori⁷².

Come già accennato, durante la procedura i creditori non possono agire in via

che a sua volta si traduce in un fattore di rischio per gli interessati". (Giur. Comm., 2013, 333/II – Commento P.F. Censoni, I limiti del controllo giudiziale sulla "fattibilità" del concordato preventivo).

72 G. Villanacci, *Il concordato preventivo*, Wolters Kluwer, Milano, 2010, p. 90 ss.

esecutiva o acquisire diritti di prelazione, né ottenere pagamenti per i debiti scaduti prima della presentazione della richiesta di concordato.

La proposta di concordato viene approvata a maggioranza dei crediti ammessi al voto, quindi in base al valore nominale dei crediti e non al numero dei creditori; in caso di creazione di classi, il concordato è approvato, come già visto, con il voto favorevole della maggioranza dei crediti ammessi al voto, nella maggioranza delle classi⁷³.

Nel caso in cui il piano preveda l'integrale pagamento dei creditori privilegiati o con pegno o ipoteca, essi non hanno diritto di voto, a meno che non rinuncino al diritto di prelazione.

Il decreto di omologazione genera gli effetti del concordato; nello specifico, l'imprenditore riacquisisce la disponibilità del proprio patrimonio ed il piano diviene esecutivo⁷⁴.

In caso di inadempimento del piano, lo stesso viene risolto in base agli artt. 137 e 186 della legge fallimentare; la risoluzione del concordato è dichiarata dal Tribunale, su istanza di un creditore, ed è esecutiva.

Il ricorso in tal senso può essere presentato entro un anno dalla scadenza del termine previsto per l'ultimo adempimento del piano, in modo da renderlo stabilizzato dopo tale periodo.

La risoluzione non è richiedibile nel caso di assunzione del concordato da parte di un terzo, con contestuale liberazione del debitore.

Il concordato inoltre può essere annullato, su richiesta del commissario giudiziale o di un creditore, nel caso in cui sia stato dolosamente alterato il passivo oppure sia stata sottratta e dissimulata una parte dell'attivo.

Per quanto riguarda la fase esecutiva del piano, innanzitutto il Tribunale, come visto in precedenza, deve svolgere un controllo di legittimità sulla regolarità della procedura e sulla correttezza della votazione.

Esso poi vigila sulla competenza territoriale, sull'avvenuto deposito della somma a

73 S. De Matteis, M. Graziano, *Manuale del concordato preventivo*, Maggioli, Rimini, 2013, p. 493 ss.

74 L. D'Orazio, *Le procedure di negoziazione della crisi d'impresa*, Giuffré, Milano, 2013, p. 452.

garanzia delle spese giudiziarie, sull'esistenza dei requisiti soggettivi del debitore, sull'intervento del pubblico ministero e sull'esito della votazione.

Nella fase di esecuzione del piano, il commissario giudiziale deve esprimere al massimo il suo compito di controllo sull'attività svolta dal debitore, a garanzia degli interessi dei creditori.

L'art. 167 della legge fallimentare poi definisce gli atti del debitore per i quali è necessario il consenso del giudice delegato, che sono:

- l'accettazione di eredità e di donazioni;
- la cancellazione di ipoteche;
- la stipula di accordi;
- la concessione di garanzie reali e personali;
- l'accensione di mutui, anche sotto forma cambiaria;
- la restituzione di pegni;
- la ricognizione dei diritti di terzi;
- le rinunce alle liti;
- le transazioni;
- la vendita di immobili, anche in esecuzione di contratti preliminari⁷⁵.

Tali atti, se compiuti senza autorizzazione del giudice delegato, rimangono validi, ma non hanno efficacia nei confronti dei creditori anteriori al concordato; questa inefficacia può essere rilevata solo dagli stessi creditori anteriori oppure dal curatore, in caso di successivo fallimento dell'impresa.

Al momento dell'omologazione del concordato, il piano diventa vincolante per tutti i creditori antecedenti al decreto di apertura dello stesso, per cui da tale momento il debitore può pagarli secondo quanto previsto dal decreto di omologazione⁷⁶.

I pagamenti dunque riguardano:

- i creditori che hanno votato a favore della proposta;
- i creditori dissenzienti;

⁷⁵ S. De Matteis, M. Graziano, *Manuale del concordato preventivo*, Maggioli, Rimini, 2013, p. 596

⁷⁶ G. Lo Cascio, *Il concordato preventivo*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 629 ss.

- i creditori astenuti;
- i creditori che erano previsti nell'elenco del commissario giudiziale ma che non hanno partecipato alla procedura.

I creditori che non sono stati avvisati della proposta di concordato oppure non sono stati inseriti nell'elenco del commissario giudiziale possono opporsi al debitore per ottenere il riconoscimento del loro credito e avere un titolo esecutivo per essere pagati in quota parte secondo il concordato, oppure, entro un anno dall'ultimo pagamento effettuato, possono chiedere la risoluzione del concordato secondo quanto visto in precedenza.

Per quanto riguarda invece i crediti sorti durante il procedimento oppure successivi all'omologazione, essi sono pre-deducibili, quindi vengono pagati in via prioritaria; ciò però vale solo se si tratti di crediti sorti nell'interesse dei creditori nell'ambito della gestione della procedura.

Tra di essi, ad esempio, si annoverano i crediti relativi a finanziamenti ottenuti dall'impresa per proseguire l'attività, i crediti di natura previdenziale, gli onorari del commissario giudiziale e del professionista attestatore.

Una volta effettuato l'adempimento degli obblighi previsti dal piano e aver ottenuto la pronuncia del decreto di chiusura della procedura, il debitore si libera da ogni legame con i creditori antecedenti al concordato⁷⁷.

Il concordato può essere revocato, prima o dopo l'ammissione alla procedura, per atti illeciti del debitore, definiti nel modo seguente dall'art. 173 della legge fallimentare:

- prima dell'ammissione alla procedura: occultamento o dissimulazione di parte dell'attivo, omissione dolosa di denuncia relativa ad uno o più crediti, esposizione di passività insussistenti e commissione di altri atti di frode;
- dopo l'ammissione alla procedura: compimento di atti non autorizzati e compimento di atti diretti a frodare le ragioni dei creditori⁷⁸.

La revoca viene dichiarata d'ufficio dal Tribunale e può essere richiesta anche dal

⁷⁷ G. Lo Cascio, *Il concordato preventivo*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 679 ss.

⁷⁸ S. De Matteis, M. Graziano, *Manuale del concordato preventivo*, Maggioli, Rimini, 2013, p. 135 ss.

commissario giudiziale o dai soggetti interessati. Nel caso in cui la richiesta provenga da un creditore oppure dal pubblico ministero, il Tribunale dichiara contestualmente il fallimento dell'impresa, previa convocazione della stessa.

Sia in caso di revoca, che di annullamento, come visto in precedenza, la chiusura della procedura di concordato non comporta automaticamente la dichiarazione di fallimento dell'impresa, in quanto è necessario che venga presentata una specifica richiesta da parte di uno dei creditori, del pubblico ministero oppure dello stesso debitore, e che il Tribunale verifichi l'esistenza dello stato di insolvenza.

Infatti, mentre prima della riforma la dichiarazione di fallimento non generava una nuova procedura, ma una continuazione di quella precedente relativa al concordato preventivo (“consecuzione delle procedure concorsuali”), successivamente alla riforma non vi è più la sequenzialità della procedura, in quanto, come visto, il presupposto di accesso al concordato preventivo non è solo lo stato di insolvenza, ma anche uno stato di crisi⁷⁹.

Per tale motivo, dunque, il Tribunale, prima di procedere alla dichiarazione di fallimento, deve verificare anche la presenza di una situazione di insolvenza conclamata.

Di conseguenza, gli atti a titolo oneroso eseguiti dal debitore nel periodo intercorrente tra la data di ammissione al concordato e quella del decreto di omologazione, sempre che siano stati autorizzati dal giudice delegato, conservano la loro efficacia nel successivo fallimento, a meno che il curatore non accerti che siano stati attuati in maniera dolosa.

Gli atti eseguiti dopo l'omologazione invece ricadono nel fallimento, tranne nel caso in cui siano stati finalizzati alla liquidazione dei beni e al pagamento dei creditori secondo le quote previste nel concordato.

I crediti sorti prima del decreto di ammissione al concordato rientrano anch'essi nel fallimento, ma solo su specifica richiesta, in quanto il fatto di aver partecipato al concordato non comporta automaticamente l'insinuazione nel successivo passivo fallimentare.

79 P. Pototschnig, F. Marelli, M. Cimetti, *Fallimento e altre procedure concorsuali*, Wolters Kluwer, Milano, 2010, p. 553

I pagamenti effettuati a parziale esecuzione del concordato rimangono acquisiti; essi però vengono conteggiati nel passivo fallimentare e al momento del riparto viene detratta la parte già ottenuta.

I pagamenti effettuati infine violando l'ordine dei privilegi oppure per un importo superiore a quanto stabilito dal piano sono soggetti a revoca da parte del curatore⁸⁰.

Sono esclusi invece da revocatoria gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione della procedura di concordato preventivo precedente il fallimento; sono esclusi da revocatoria anche i pagamenti di crediti liquidi ed esigibili eseguiti alla scadenza e finalizzati all'ottenimento di servizi strumentali alla procedura di concordato preventivo⁸¹.

Il favor del legislatore per le procedure stragiudiziali orientate al going concern viene evidenziato, infine, nel caso del concordato preventivo, anche dalla previsione di un regime fiscale agevolato, che si basa su due norme specifiche riguardanti il risultato finale del concordato preventivo⁸². L'art. 86, comma 5, del TUIR prevede innanzitutto che la cessione dei beni ai creditori nel concordato preventivo non rappresenta un realizzo di plusvalenze e di minusvalenze dei beni, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore dell'avviamento, per cui essa non concorre alla formazione del reddito d'impresa. L'art. 88, comma 4, del TUIR invece stabilisce che non vanno considerate sopravvenienze attive le riduzioni dei debiti dell'impresa in sede di concordato fallimentare o preventivo, per cui anche in questo caso gli atti posti in essere nell'ambito del concordato non incrementano l'utile di esercizio.

Inoltre, sia nel concordato preventivo, sia nell'accordo di ristrutturazione, che verrà trattato successivamente, l'impresa può richiedere un pagamento parziale o dilazionato dei debiti tributari (“transazione fiscale”).

1.7.3 Le recenti riforme del concordato

80 G. Lo Cascio, *Il concordato preventivo*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 683 ss.

81 G.B. Nardecchia, *Gli effetti del concordato preventivo sui creditori*, Wolters Kluwer, Milano, 2011, p. 204 ss.

82 S. D'Andrea, *Regime fiscale delle perdite nella crisi d'impresa*, IPSOA, Milano 2011, p. 161.

Negli ultimi anni il legislatore è intervenuto sulla disciplina del concordato preventivo attuando alcune modifiche alla legge fallimentare, segnalate in parte nella disamina precedente.

Tali riforme hanno evidenziato il cambiamento di prospettiva del legislatore che, con il nuovo concordato, si è avvicinato molto alla logica della normativa statunitense del Chapter 11, orientata maggiormente al risanamento e non alla liquidazione.

Con l'obiettivo di riorganizzare le imprese in crisi e risanarne l'attività il legislatore ha introdotto il concordato con riserva o "in bianco", basato sul principio dell'"automatic stay", ossia quello per cui, durante l'attivazione e il completamento delle procedure, i creditori non possono avviare azioni di aggressione degli assets aziendali, allo scopo di avere delle cause legittime di prelazione.

A questo scopo, la già citata legge n. 134/2012 rientra nel progetto di riforma in tal senso avviato con il decreto correttivo del 2007 e con il decreto n. 78/2010, i quali hanno strutturato una disciplina per cui il debitore, tramite l'utilizzo del concordato in bianco, può usufruire degli effetti protettivi sul patrimonio prima di formulare una proposta⁸³.

Tale possibilità però è stata utilizzata spesso in senso distorto nella prassi, in quanto ha rappresentato in molti casi semplicemente uno strumento di dilazione della dichiarazione di fallimento; tale elemento ha portato pertanto il legislatore ad intervenire nuovamente sulla normativa, modificando il sesto comma dell'art. 161 attraverso il D.L. 21 giugno 2013, n. 69 (il cosiddetto "Decreto del fare"), convertito con modificazioni nella legge 9 agosto 2013, n. 98.

La legge n. 134/2012 aveva introdotto, infatti, i commi dal 6 al 10 nell'art. 161, introducendo la possibilità di richiedere il concordato con riserva, che non costituisce una procedura del tutto nuova, in quanto uno strumento del genere era già stato introdotto riguardo gli accordi di ristrutturazione dei debiti, per i quali

83 AA.VV., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti: commento per articoli*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 65 ss.

vige la possibilità di anticipare alcuni effetti conservativi della procedura dietro presentazione di una semplice richiesta⁸⁴.

Il concordato con riserva comunque rappresenta una tipologia di procedura che ha lo scopo di preservare le strutture aziendali da eventuali azioni cautelari ed esecutive, che potrebbero incidere ulteriormente e in maniera negativa sul processo di risanamento dell'azienda⁸⁵.

Tale strumento ovviamente interessa quelle imprese che si trovano in una situazione di dissesto ancora reversibile e che intendono a tal proposito predisporre un piano di risanamento per arrivare a soddisfare i propri creditori, conservando al contempo la produttività e i livelli occupazionali.

La procedura si sostanzia quindi in una sorta di scambio di impegni, per cui da una parte il debitore si assume gli oneri connessi alla presentazione della domanda e allo spossessamento anticipato, soggiace al regime autorizzatorio per gli atti di straordinaria amministrazione e assume particolari obblighi informativi, mentre dall'altra ottiene gli effetti tipici della normale domanda di concordato preventivo riguardanti la sospensione delle azioni dei creditori⁸⁶.

In tal modo, l'impresa ha tutto il tempo di preparare delle proposte economiche che risultino soddisfacenti per i creditori e dei piani di risanamento che consentano un'effettiva ristrutturazione aziendale.

La legge n. 98/2013 è poi intervenuta, come detto, per compensare gli utilizzi distorti del concordato in bianco, sia come strumento di dilazione della fase di istruttoria prefallimentare, sia come possibilità di sfruttamento delle protezioni previste dall'art. 168 nascenti al momento della pubblicazione del deposito del ricorso nel Registro delle imprese⁸⁷.

Mentre la riforma del 2012 quindi aveva accelerato sulle possibilità di soluzione delle crisi incentivando il ricorso al concordato preventivo, l'intervento del 2013 frena tale slancio.

Tale norma infatti ha colmato una serie di lacune normative che permettevano

84 AA.VV., *Manuale del concordato preventivo*, Maggioli, Rimini, 2013, p. 554

85 M. Arato, *Il concordato preventivo con riserva*, Giappichelli, Torino, 2013, p. 5 ss.

86 G. Chiricosta, *La procedura nel concordato preventivo*, Maggioli, Rimini, 2013, p. 35 ss.

87 AA.VV., *Manuale del concordato preventivo*, Maggioli, Rimini, 2013, p. 557

L'uso distorto del concordato in bianco, integrando alcune specifiche disposizioni ai commi 6, 7 e 8 dell'art. 161.

In particolare, come risulta dalla "Tabella delle novità" allegata al "Decreto del fare", il legislatore ha inteso operare una revisione dello strumento per impedirne l'utilizzo al fine esclusivo di dilazionare nel tempo il momento del fallimento, nel caso in cui esso appaia inevitabile.

A tale scopo, l'impresa non può più "limitarsi alla semplice domanda iniziale in bianco, ma dovrà depositare, ai fini di verifica, l'elenco dei suoi creditori (e quindi anche dei suoi debiti). Il Tribunale potrà, inoltre, nominare un commissario giudiziale, che controllerà se l'impresa in crisi si stia effettivamente attivando per predisporre una compiuta proposta di pagamento ai creditori. In presenza di atti in frode ai creditori, il Tribunale potrà chiudere la procedura".

Nello specifico, il comma 6 dell'art. 161 l.f., così come integrato dal D.L. 21 giugno 2013, n. 69, convertito con modificazioni nella legge 9 agosto 2013, n. 98, prevede che "l'imprenditore può depositare il ricorso contenente la domanda di concordato unitamente ai bilanci relativi agli ultimi tre esercizi e all'elenco nominativo dei creditori con l'indicazione dei rispettivi crediti, riservandosi di presentare la proposta, il piano e la documentazione di cui ai commi secondo e terzo entro un termine fissato dal giudice, compreso fra sessanta e centoventi giorni e prorogabile, in presenza di giustificati motivi, di non oltre sessanta giorni. Nello stesso termine, in alternativa e con conservazione sino all'omologazione degli effetti prodotti dal ricorso, il debitore può depositare domanda ai sensi dell'art. 182-bis, primo comma. In mancanza, si applica l'articolo 162, commi secondo e terzo. Con decreto motivato che fissa il termine di cui al primo periodo, il Tribunale può nominare il commissario giudiziale di cui all'articolo 163, secondo comma, n. 3; si applica l'articolo 170, secondo comma. Il commissario giudiziale, quando accerta che il debitore ha posto in essere una delle condotte previste dall'articolo 173, deve riferirne immediatamente al Tribunale che, nelle forme del procedimento di cui all'articolo 15 e verificata la sussistenza delle condotte stesse, può, con decreto, dichiarare improcedibile la domanda e, su istanza del creditore o su richiesta del pubblico ministero, accertati i presupposti

di cui agli articoli 1 e 5, dichiara il fallimento del debitore con contestuale sentenza reclamabile a norma dell'articolo 18”.

1.7.4 Gli accordi di ristrutturazione del debito

La riforma della legge fallimentare del 2003 ha introdotto infine una novità di importante rilievo, cioè quella riguardante il nuovo art. 182-bis sugli accordi di ristrutturazione dei debiti; tale articolo rappresenta la prima disposizione in assoluto che riconosce rilevanza giuridica a degli accordi stragiudiziali.

Tali accordi, in effetti, da sempre esistono nella prassi, ma con la riforma hanno acquisito stabilità e certezza, con il riconoscimento normativo; ciò deriva dal fatto che su questi accordi vige il controllo da parte del Tribunale in fase di omologazione, a cui si contrappone tra l'altro la totale libertà delle parti nella definizione del contenuto.

L'art. 182-bis della legge fallimentare nello specifico prevede che “l'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il 60% dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei nel rispetto dei seguenti termini:

- a) entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data;
- b) entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione.

L'accordo è pubblicato nel registro delle imprese e acquista efficacia dal giorno della sua pubblicazione. Dalla data della pubblicazione e per sessanta giorni i creditori per titolo e causa anteriore a tale data non possono iniziare o proseguire

azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore, né acquisire titoli di prelazione se non concordati”.

La lettera della norma in effetti pone dei dubbi in merito alla considerazione degli accordi di ristrutturazione come modalità di realizzazione del concordato preventivo o come istituto a sé stante.

La dottrina però ha ritenuto valido il secondo orientamento⁸⁸; da segnalare a conferma di ciò che il Capo V della norma è stato titolato distinguendo specificamente i due istituti (“Dell'omologazione e dell'esecuzione del concordato preventivo. Degli accordi di ristrutturazione di debiti”).

Poi, c'è da considerare che essi presentano delle differenze rilevanti: innanzitutto, i creditori che non aderiscono al piano, a differenza di quanto previsto dal concordato preventivo, conservano il diritto di essere regolarmente soddisfatti; poi, negli accordi di ristrutturazione non è prevista la figura del commissario giudiziale, né l'obbligo di versamento dell'importo necessario all'ammissione alla procedura, né infine la possibilità di derogare al principio della “par condicio” dei creditori⁸⁹.

Nello specifico, l'accordo di ristrutturazione del debito può essere stipulato con la massima libertà, senza particolari obblighi; la fase esecutiva dell'accordo prevede generalmente due stadi:

- quello stragiudiziale, nel quale l'impresa tratta con i creditori al fine di raggiungere il consenso di almeno il 60% del totale;
- quello giudiziale, nel quale l'accordo viene omologato e reso produttivo di effetti giuridici⁹⁰.

L'espressione “ristrutturazione dei debiti” indica che l'accordo in oggetto, a differenza degli altri strumenti stragiudiziali visti in precedenza, non è finalizzato al pagamento dei creditori, ma solo alla modifica strutturale dei debiti

88 Cfr. S. Randazzo, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Relazione al convegno “La riforma fallimentare”, Varese, 2006; C.L. Appio, *Gli accordi di ristrutturazione del debito*, Giuffrè, Milano, 2012; M. Galardo, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Maggioli, Rimini, 2012

89 M. Galardo, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Maggioli, Rimini, 2012, p. 30 ss.

90 AA.VV., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti: commento per articoli*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 396 ss.

dell'impresa, in termini di scadenza, interessi e garanzie associate.

Inoltre, la richiesta è esclusivamente del debitore, senza ulteriori requisiti.

La legge n. 134/2012 ha previsto la possibilità di sottoscrivere un accordo di ristrutturazione del debito anche successivamente ad una richiesta di ammissione al concordato preventivo.

La ristrutturazione poi non riguarda necessariamente tutti i debiti dell'impresa, ma anche solo il 60% del totale della massa creditori; non si fa distinzione tra creditori privilegiati e creditori chirografari⁹¹.

La parte non soggetta all'accordo, come accennato, deve essere soddisfatta integralmente secondo le modalità ordinarie stabilite dal titolo obbligazionario o dalla legge.

Per quanto attiene il contenuto dell'accordo, esso deriva completamente dalla statuizione del debitore, con il rispetto però di due condizioni:

- l'accordo deve essere effettivamente attuabile;
- l'accordo deve essere idoneo a garantire il regolare pagamento dei creditori che non l'hanno accettato.

Relativamente agli interventi da mettere in atto, anche in tal caso le possibilità sono diverse e rimesse alla volontà del debitore; pertanto, si può avere:

- estinzione totale o parziale delle obbligazioni tramite novazione, remissione o differimento della scadenza;
- nascita di nuove obbligazioni derivanti da risorse reperite per estinguere esistenti obbligazioni;
- istituzione di garanzie;
- impegno a stipulare negozi specifici.

La forma da adottare in caso di accordo di ristrutturazione del debito è quella scritta ad substantiam, con pubblicazione dello stesso nel Registro delle Imprese (e quindi è necessaria l'autenticazione della scrittura privata) e suo deposito presso il Tribunale competente in base alla sede principale dell'impresa⁹².

L'accordo poi deve essere accompagnato, in base a quanto prevede l'art. 161 della

91 C.L. Appio, *Gli accordi di ristrutturazione del debito*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 25 ss.

92 M. Galardo, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Maggioli, Rimini, 2012, p. 146 ss.

legge fallimentare, da una specifica documentazione, e cioè:

- una relazione aggiornata sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa;
- una situazione analitica delle attività;
- l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione;
- l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso dell'impresa;
- il valore dei beni ed i creditori particolari degli eventuali soci con responsabilità illimitata;
- la relazione di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, comma 3, lettera d), che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano.

Il momento da cui si perfeziona l'accordo è quello della sottoscrizione per accettazione da parte dei creditori.

Il termine di pubblicazione non è stabilito; la prassi professionale prevede però che la pubblicazione debba essere effettuata prima del deposito della domanda di omologazione in Tribunale.

Il momento da cui invece l'accordo produce effetti è quello della sua pubblicazione; a partire da tale data decorre il termine di 30 giorni previsto dalla normativa per opporsi dinanzi al Tribunale.

I soggetti che possono presentare opposizione sono:

- i creditori dissenzienti rispetto all'accordo, nel momento in cui si evidenzia l'impossibilità di attuare l'accordo e quindi l'impossibilità di garantire il regolare pagamento dei loro crediti;
- i creditori consenzienti, nel caso in cui nel frattempo siano sopraggiunte altre inadempienze o passività del debitore che fanno sì che la quota degli aderenti scenda al di sotto del 60%;
- altri soggetti interessati che dall'accordo vedono la possibilità di

compromettere il proprio credito⁹³.

Dalla data di pubblicazione è concessa però all'impresa una deroga di 60 giorni durante la quale i creditori con titolo e causa anteriore a tale data non possono iniziare né proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore.

Anche le prescrizioni interrotte dagli atti esecutivi o cautelari vengono sospese, così come le decadenze non si realizzano.

Il Tribunale poi, anche in assenza di opposizioni, deve svolgere sull'accordo un controllo di legittimità; esso in particolare deve verificare:

- l'esistenza dei requisiti prescritti dalla legge per l'impresa (dimensioni, esercizio di impresa commerciale e situazione di crisi);
- i requisiti formali necessari per accedere alla procedura (pubblicazione dell'accordo, deposito in cancelleria della domanda di omologa e della documentazione richiesta dalla legge, raggiungimento della quota minima di adesioni e deposito della relazione del professionista)⁹⁴.

In caso di opposizioni, invece, il Tribunale deve svolgere un controllo di merito sull'accordo, verificando se esso è attuabile e se la liquidità sopravveniente può soddisfare regolarmente i creditori dissenzienti.

Il Tribunale, in caso di giudizio positivo, decreta l'omologazione dell'accordo, mentre se il giudizio è negativo, dietro richiesta da parte dei creditori o del pubblico ministero ed in presenza di un provato stato d'insolvenza, può dichiarare il fallimento dell'impresa.

Il decreto del Tribunale è appellabile in Corte d'appello.

In presenza di omologazione l'impresa può eseguire il piano, attuando gli interventi di risanamento previsti dall'accordo, eseguendo i pagamenti e realizzando le azioni concordate con i creditori.

A differenza del concordato preventivo, la fase esecutiva dell'accordo non viene controllata dall'autorità giudiziaria, per cui il debitore è libero di realizzare il risanamento dell'impresa come meglio crede, sempre come detto nel rispetto di quanto stabilito dal piano.

93 M. Galardo, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Maggioli, Rimini, 2012, p. 152 ss.

94 M. Galardo, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Maggioli, Rimini, 2012, p. 138 ss.

Il piano poi può prevedere anche la liquidazione dell'intera azienda e dunque la cessazione dell'attività; essendo il contenuto dell'accordo non predefinito dalla normativa, inoltre, il debitore può contrattare liberamente con i creditori, senza dover rispettare il principio della par condicio degli stessi.

Se l'impresa non adempie gli obblighi previsti, la normativa non prevede specifiche procedure; i creditori consenzienti possono quindi chiedere la risoluzione dell'accordo, in base alle previsioni generali in materia contrattuale, mentre i creditori dissenzienti non hanno interesse ad agire, in quanto l'accordo non ha leso alcun loro diritto.

Una volta dichiarata la risoluzione, i creditori consenzienti acquisiscono di nuovo la posizione precedente all'accordo.

In caso di successivo fallimento dell'impresa, una volta omologato l'accordo di ristrutturazione, gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse sui beni del debitore posti in essere in esecuzione dell'accordo stesso non sono soggetti a revocatoria fallimentare (art. 67, comma 3, lettera e) della legge fallimentare)⁹⁵.

Tale situazione si fa risalire al momento dell'iscrizione dell'accordo nel Registro delle Imprese, per cui possono essere irrevocabili anche atti posti in essere prima dell'omologazione, se realizzati dopo che l'accordo è stato appunto pubblicato.

L'accordo di ristrutturazione, omologato dal Tribunale ma realizzato dall'impresa per trarre volontariamente in errore i creditori, tramite falsa rappresentazione di attività o di passività, è annullabile.

Anche in questo caso i creditori aderenti riacquistano la loro posizione iniziale, con inefficacia delle modalità di soddisfacimento concordate⁹⁶.

1.7.5 Quadro di sintesi delle procedure stragiudiziali nell'ottica del going concern dell'impresa

In conclusione, le procedure alternative al fallimento rappresentano una valida

95 M. Galardo, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Maggioli, Rimini, 2012, p. 152 ss.

96 M. Galardo, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Maggioli, Rimini, 2012, p. 159 ss.

possibilità per l'impresa che intende continuare l'attività e non procedere alla liquidazione della stessa; numerosi sono infatti i vantaggi che esse offrono in tal senso, anche se questi sono accompagnati da alcuni elementi negativi.

In particolare, i piani attestati di risanamento presentano l'indubbio vantaggio di non richiedere il consenso e l'adesione dei creditori, evitando dunque di rendere pubblica la situazione di crisi dell'impresa.

I costi della procedura poi sono relativamente ridotti rispetto a quelli necessari per l'apertura di altre procedure concorsuali, così come le formalità richieste, dato che essa, in mancanza di una correlata normativa di riferimento, è estremamente flessibile.

I piani attestati di risanamento poi non prevedono controlli ed autorizzazioni da parte dell'autorità giudiziaria durante la fase esecutiva.

I fattori negativi invece risiedono nell'impossibilità di accedere alle agevolazioni della "transazione fiscale" e nell'assenza di strumenti posti a protezione del patrimonio del debitore durante l'esecuzione del piano, in quanto esso non prevede l'interruzione delle azioni esecutive o cautelari poste in essere dai creditori.

Riguardo invece il concordato preventivo, esso comporta dei vantaggi relativi alla libertà di strutturazione del piano, alla possibilità di pagare in misura ridotta i crediti, alla facoltà di accedere alla "transazione fiscale", all'interruzione delle azioni esecutive e al vincolo anche per i creditori dissenzienti e non partecipanti, a seguito dell'omologazione da parte del Tribunale.

Inoltre, si ricorda che in caso di successivo fallimento gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del piano concordatario non sono revocabili, mentre i crediti sorti in funzione della procedura godono della pre-deducibilità.

Gli svantaggi del concordato risiedono invece nella complessità della procedura e nella necessità del controllo dell'autorità giudiziaria, sia nella fase di ammissione che in quella di omologazione.

Per quanto attiene infine gli accordi di ristrutturazione dei debiti, i suoi vantaggi sono rilevabili innanzitutto nella libertà del debitore nella strutturazione del contenuto del piano.

Inoltre, gli accordi di ristrutturazione offrono la possibilità di soddisfare i creditori

aderenti all'accordo stesso derogando al principio della par condicio creditorum, potendo dunque prospettare una linea di pagamento differenziata in relazione alla natura del credito.

Essi poi permettono di accedere alla “transazione fiscale” e prevedono la sospensione delle azioni cautelari ed esecutive sul patrimonio del debitore per 60 giorni, una volta pubblicato l'accordo.

Tale procedura si caratterizza poi, rispetto al concordato preventivo, per una maggiore flessibilità nelle formalità e una velocizzazione della tempistica, anche perché una volta ottenuta l'omologazione dell'accordo da parte del Tribunale la procedura esecutiva dello stesso non è soggetta a nessun adempimento di controllo giudiziario, così come avviene per i piani attestati di risanamento.

In caso di successivo fallimento dell'impresa, poi, anche nel caso degli accordi di ristrutturazione dei debiti gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione dell'accordo stesso non sono soggetti a revocatoria.

Gli elementi negativi di tale procedura, invece, risiedono nel fatto che essa presuppone l'integrale soddisfacimento dei creditori non aderenti all'accordo e soprattutto nella mancanza di pre-deducibilità, in caso di successivo fallimento, dei finanziamenti ottenuti dall'impresa.

1.7.6 L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi

Un'ulteriore procedura è quella riguardante l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi (D.L. 30.1.1979, n. 26, convertito nella legge n. 95/1979, cosiddetta “Legge Prodi”), procedura concorsuale sempre finalizzata, a differenza del fallimento, alla conservazione del complesso aziendale e alla continuazione dell'attività, ma che diversamente di quelle viste finora viene affidata ad un commissario straordinario nominato dal Tribunale.

Inizialmente, l'amministrazione straordinaria si applicava, con esclusione del fallimento, alle imprese in stato di insolvenza ai sensi degli artt. 5 e 195 l.f.

oppure che avessero omesso il pagamento di almeno tre mensilità di retribuzione ai dipendenti, nel caso in cui avessero avuto, da almeno un anno, un numero di dipendenti non inferiore a 300 e ,un'esposizione verso istituti di credito e istituti di previdenza e di assistenza sociale non inferiore a 35 miliardi di lire, e comunque superiore a 5 volte il capitale versato risultante dall'ultimo bilancio approvato.

Nel 1999 la procedura è stata oggetto di riforma, avvenuta con il D.Lgs. n. 270/1999; successivamente, sono intervenuti diversi altri cambiamenti che l'hanno adattata alle peculiarità di crisi di aziende di grande dimensione (Parmalat, Alitalia), fino ad arrivare al D.L. n. 70/2011, convertito nella legge n. 106/2011, che ne ha modificato alcuni aspetti peculiari⁹⁷.

La riforma del 1999 ha innanzitutto modificato i requisiti di accesso alla procedura, che ora sono:

- la presenza da almeno un anno di almeno 200 dipendenti;
- un ammontare di debiti non inferiore ai due terzi del totale dell'attivo dello stato patrimoniale e dei ricavi provenienti dalle vendite e dalle prestazioni dell'ultimo esercizio;
- lo stato d'insolvenza;
- la presenza di reali prospettive di recupero dell'equilibrio economico.

La procedura inizia con la sentenza con cui il Tribunale (su ricorso dell'imprenditore, di uno o più creditori, del pubblico ministero o d'ufficio) accerta la sussistenza dei primi 3 requisiti suddetti, nominando al contempo il giudice delegato alla procedura e uno o tre commissari giudiziali⁹⁸.

La mancanza di tali requisiti determina la dichiarazione di fallimento.

La sentenza è soggetta alle forme di pubblicità previste per la sentenza di fallimento e deve essere comunicata entro tre giorni al Ministro dello Sviluppo Economico; avverso di essa può essere proposta opposizione da parte di un soggetto interessato.

97 F. Di Marzio, *La crisi d'impresa*, Wolters Kluwer, Milano, 2010, p. 61 ss.

98 R. Marraffa, *Amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi e tutela dei creditori*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 37 ss.

Il requisito delle reali prospettive di recupero dell'equilibrio economico viene, invece, accertato dal Tribunale del luogo nella cui circoscrizione ha sede l'impresa⁹⁹.

Gli effetti della sentenza per l'impresa consistono innanzitutto nello spossessamento attenuato (richiamando la norma gli artt. 45, 52, 167 e 169 l.f.): l'impresa quindi continuerà ad essere gestita dall'imprenditore, a meno che la sentenza o un successivo decreto non l'affidino al commissario giudiziale, mentre gli atti di straordinaria amministrazione sono soggetti ad autorizzazioni del giudice delegato.

I crediti nati per la gestione dell'impresa durante questa fase verranno poi ammessi in prededuzione in base al richiamo all'art. 111 l.f.

Il commissario giudiziale deve innanzitutto esaminare le scritture contabili e i bilanci, la consistenza e la composizione del patrimonio e la posizione dell'impresa rispetto al mercato, ed entro 30 giorni dalla dichiarazione dello stato d'insolvenza deve depositare in cancelleria e trasmettere al Ministero dello Sviluppo Economico una relazione descrittiva delle cause dell'insolvenza e una valutazione sulla sussistenza delle reali prospettive di recupero dell'equilibrio economico.

Il Tribunale, previo parere del Ministero, delibera l'ammissione dell'impresa alla procedura; entro 5 giorni dal decreto, il Ministro nomina, come già accennato, uno o tre commissari straordinari, oltre a un comitato di sorveglianza, composto da tre o cinque membri, avente funzioni consultive¹⁰⁰.

Per quanto non previsto dal decreto n. 270/1999 si applicano compatibilmente le norme sulla liquidazione coatta amministrativa.

Gli effetti dell'apertura dell'amministrazione straordinaria sono diversi:

- vi è il divieto di azioni esecutive sul patrimonio del debitore;
- in base all'art. 49, le azioni revocatorie sono consentite solo se è stato autorizzato un programma di cessione dell'azienda;

99 C. Costa, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza*, Wolters Kluwer, Milano, 2008, p. 253 ss.

100 C. Costa, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza*, Wolters Kluwer, Milano, 2008, p. 288 ss.

- i contratti in essere proseguono, a meno che il commissario non decida di scioglierli, tranne nel caso di rapporti di lavoro e del contratto di locazione quando l'impresa in amministrazione straordinaria è il locatore;
- i crediti nati durante e la gestione dell'impresa e ad essa finalizzati sono prededucibili sia nell'amministrazione straordinaria sia nell'eventuale successivo fallimento¹⁰¹.

Secondo l'art. 30 del decreto n. 270/1999, il commissario straordinario, entro 60 giorni dal decreto di apertura della procedura (prorogabili una sola volta e per non più di 60 giorni) deve predisporre un programma d'azione, che può riguardare:

- la cessione unitaria dell'azienda nel suo complesso sulla base di un programma di continuazione dell'attività non superiore ad un anno ("programma di cessione del complesso aziendale");
- la ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa sulla base di un programma di risanamento di durata non superiore a due anni ("programma di ristrutturazione");
- la cessione di complessi di beni e contratti con continuazione dell'attività di impresa per non più di un anno ("programma di cessione di complessi di beni e contratti", possibile solo per le imprese che operano nel settore dei servizi pubblici essenziali ai sensi del decreto n. 134/2008)¹⁰².

Durante l'esecuzione, il programma scelto può essere modificato o sostituito con uno di altra tipologia, dietro autorizzazione del Ministero.

In particolare, il programma di cessione deve essere attuato entro un anno dall'autorizzazione, con possibilità di una proroga di 3 mesi nel caso in cui la cessione sia vicina alla realizzazione, e avviene tramite dismissioni che devono permettere la continuazione dell'attività d'impresa almeno per un ramo aziendale.

L'acquirente deve garantire la continuità dell'impresa per almeno 2 anni successivi con conservazione dei livelli occupazionali previsti nell'atto di cessione.

L'acquirente, poi salvo patto contrario, non è responsabile per i debiti assunti

101 F. Di Marzio, *La crisi d'impresa*, Wolters Kluwer, Milano, 2010, p. 61 ss.

102 C. Costa, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza*, Wolters Kluwer, Milano, 2008, p. 178 ss.

dall'impresa prima del trasferimento (art. 56).

L'accertamento dello stato passivo avviene secondo le procedure previste per il fallimento (artt. 93 ss. l.f.), quindi è di competenza del giudice delegato.

Anche la ripartizione dell'attivo è di competenza del giudice delegato ed è prevista soltanto per l'ipotesi di programma di cessioni; il programma di riparto è strutturato dal commissario e viene sottoposto al parere del comitato di sorveglianza¹⁰³.

Una peculiarità dell'amministrazione straordinaria è data dal fatto che essa consente di coordinare differenti procedure relative a imprese diverse, se esse sono riconducibili ad uno stesso gruppo, anche se la gestione dell'insolvenza non avviene in via unitaria¹⁰⁴.

L'art. 80 definisce infatti la prima procedura a cui è soggetta l'impresa che possiede da sola tutti requisiti suddetti, in funzione della quale poi individua le imprese che controllano tale impresa, quelle che sono da essa controllate e quelle che sono soggette a direzione unitaria rispetto ad essa.

Nel caso in cui una delle imprese appartenenti al gruppo sia insolvente, essa può essere assoggettata, su richiesta del commissario, ad amministrazione straordinaria, sempre che vi siano i requisiti previsti e vi sia un interesse a realizzare una gestione unitaria.

Vi è poi il caso specifico dell'apertura della procedura di amministrazione straordinaria successivamente alla dichiarazione di fallimento di una società del gruppo: su richiesta di un qualunque soggetto interessato o anche d'ufficio, il fallimento può essere convertito in amministrazione straordinaria, a meno che non sia già stato liquidato l'attivo e sempre che ricorra il requisito della recuperabilità della situazione e dell'interesse alla gestione unitaria.

L'amministrazione straordinaria poi può essere convertita in fallimento, sia in corso di procedura, nel caso in cui essa non presenta ulteriori utilità in quanto viene meno la possibilità di recupero dell'equilibrio economico, sia alla fine

103 C. Costa, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza*, Wolters Kluwer, Milano, 2008, p. 279 ss.

104 C. Costa, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza*, Wolters Kluwer, Milano, 2008, p. 672 ss.

dell'anno previsto per il compimento del programma di cessione, se esso non è avvenuto, sia infine quando in caso di programma di ristrutturazione l'impresa non ha recuperato la capacità di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.

La procedura di amministrazione straordinaria invece si chiude se:

- non sono state presentate domande di ammissione al passivo entro i termini previsti;
- l'impresa ha recuperato la solvibilità;
- è passata in giudicato la sentenza di approvazione del concordato preventivo, che può essere proposto dall'imprenditore o da un terzo, dietro autorizzazione del Ministero e parere del commissario e del comitato di sorveglianza.

In caso di programma di cessione, la procedura si può chiudere anche nel momento in cui:

- i creditori sono stati pagati integralmente;
- si è realizzata la ripartizione dell'attivo¹⁰⁵.

Una particolare variante della procedura di amministrazione straordinaria è poi quella prevista per le imprese di rilevanti dimensioni, introdotta dal D.L. n. 347/2003 (cosiddetto Decreto Marzano), convertito nella legge n. 39/2004.

La disciplina di base appena vista, relativa alle grandi imprese, subisce dunque alcune modifiche in caso di imprese di rilevanti dimensioni ("amministrazione straordinaria speciale").

Queste ultime sono le imprese che da almeno un anno, singolarmente o in gruppo, abbiano i seguenti requisiti:

- numero di dipendenti non inferiore a 500;
- ammontare di debiti, inclusi quelli derivanti da garanzie rilasciate, non inferiore a 300 milioni di euro¹⁰⁶.

La procedura può essere richiesta al Ministro dello Sviluppo Economico

105 R. Marraffa, *Amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi e tutela dei creditori*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 114 ss.

106 R. Marraffa, *Amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi e tutela dei creditori*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 129 ss.

esclusivamente dall'imprenditore; il ministro, verificata la presenza dei requisiti suddetti, decreta l'ammissione alla procedura e nomina il commissario straordinario.

Entro 15 giorni dal decreto ministeriale, il Tribunale accerta lo stato d'insolvenza; tale accertamento dunque è una fase successiva, non quella necessaria per l'apertura della procedura.

A partire dal decreto di ammissione il debitore viene spossessato e vengono bloccate le azioni esecutive; l'attività d'impresa continua senza necessità di avere la sentenza e l'autorizzazione del programma.

Il programma poi viene redatto dal commissario straordinario secondo l'indirizzo del decreto ministeriale e viene comunicato al Ministero per l'approvazione.

Nel caso in cui il programma non venisse autorizzato, oppure non si realizzasse, il Tribunale dichiara il fallimento dell'impresa.

Nel corso della procedura il commissario straordinario può anche proporre un concordato di superamento della crisi; il modello di tale concordato è stato alla base della riforma del concordato preventivo vista in precedenza.

Infine, è da segnalare il già citato D.L. n. 70/2011 che ha introdotto, con la sua conversione nella legge n. 106/2011, diverse disposizioni finalizzate ad un'accelerazione della chiusura delle procedure di amministrazione straordinaria aperte prima della riforma, alla regolamentazione degli effetti della cessione di azienda effettuata tra società poi sottoposte ad autonome procedure di amministrazione straordinaria e alla determinazione dei compensi spettanti agli organi della procedura.

Indice Capitolo 2

Capitolo 2. Il sistema statunitense: il Chapter 11 e l'applicazione delle “quick sales” come strumento di salvataggio dell'impresa

2.1 Chapter 11: Profili storico – evolutivi

2.1.1 Introduzione

2.1.2 Evoluzione e Flessibilità del Chapter 11

2.2 Primo approccio alla normativa del Chapter 11

2.2.1 Quick sales §363

2.2.2 Omologa §1129

2.2.3 Cram down: i requisiti aggiuntivi per l'omologazione del non consensual plan

2.3 Gestione della Crisi mediante le “Quick Sales”: l'Esempio di Chrysler

2.3.1 Chrysler: Critiche e Case Law

2.3.2 La criptica pronuncia della Corte Suprema

2.4 Riflessioni Conclusive

CAPITOLO 2. Il sistema statunitense: il Chapter 11 e l'applicazione delle “quick sales” come strumento di salvataggio dell'impresa

2.1 Chapter 11: Profili storico-evolutivi

2.1.1 *Introduzione*

L'analisi di alcuni aspetti della disciplina del trasferimento di un'azienda (o di un suo ramo) e dei caratteri essenziali degli istituti predisposti dal sistema giuridico statunitense nell'ambito del Chapter 11 costituisce il fulcro principale di questa sezione dell'elaborato. Una sezione, quella presente, che certamente non ha pretesa di esaustività ed è predisposta allo scopo di introdurre spunti di riflessione per una analisi comparatistica degli istituti che più o meno similmente a quelli statunitensi sono stati previsti – anche a seguito delle recenti riforme del nostro ordinamento – per il trasferimento di un'azienda, con il primario intento di preservarne / massimizzarne il going concern value. 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. Tuttavia, riprendendo quanto saggiamente affermato da Rossi l'attrattività del diritto fallimentare lo rende spesso oggetto di attenzione da parte di comparativisti 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 comportare¹⁰⁷. 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 delle corrispondenti previsioni del diritto italiano. E' giusto precisare che nell'epoca antecedente la riforma delle procedure concorsuali, l'Italia si era ben poco confrontata con dinamiche di trasferimento di complessi aziendali stante (i) la centralità della procedura di liquidazione fallimentare c.d. "piecemeal" (i.e. senza aver riguardo al valore del complesso aziendale nel suo insieme) e (ii) l'adozione di un approccio precipuamente sanzionatorio e punitivo nei confronti dell'imprenditore in crisi, che si realizzava per mezzo di un sistema imperniato su un rigido controllo eteronomo / giurisdizionale, ben poco attento alla protezione e massimizzazione del valore aziendale.

E' così che, in un contesto normativo di chiusura, quasi impermeabile alle esigenze del mercato moderno, la disciplina statunitense ha rappresentato per il legislatore italiano un modello di riferimento nella riforma delle procedure di risoluzione della crisi di impresa previamente illustrate, improntate ad una maggiore flessibilità e volte alla tutela di interessi anche diversi da quelli meramente sanzionatori sopra indicati. Dall'analisi di taluni degli aspetti chiave della procedura di riorganizzazione prevista ai sensi del Chapter 11¹⁰⁸, si evincerà la natura di una procedura che pur mantenendo un insito carattere negoziale tra le c.d. parties in interest, non ha mancato di porre una serie di presidi di garanzia volti alla preservazione del massimo valore aziendale, rispondendo così ai criteri

107 Egli stesso, infatti, riconosceva sia l'attrattività del diritto fallimentare in un'ottica comparatistica che le potenziali difficoltà esistenti quando istituti giuridici divengono oggetto di un "legal transplantation" in ordinamenti diversi da quello di origine. Cfr. Rossi G., *Il fallimento nel diritto americano*, Cedam, 1956.

108 Le procedure di riorganizzazione in materia concorsuale, previste dal legislatore americano, sono sussumibili nella categoria della rehabilitation quale definita nell'ambito del Black's Law Dictionary che la descrive come quella situazione in cui:

"creditors look to future earning of the debtor; not to property of the debtor at the time of the initiation of the bankruptcy proceeding, to satisfy their claims. The debtor generally retains its assets and makes payments to creditors usually from post petition earnings, pursuant to a court approved plan" (David G. Epstein, *Black's Law Dictionary*, 141, "Bankruptcy").

di mercato rispetto ai quali la Corte, come vedremo, mantiene un ruolo decisivo fondamentale.

2.1.2 *Evoluzione e Flessibilità del Chapter 11*

Riferimento normativo principale nel predisporre questa sezione dell'elaborato è la suddetta procedura di riorganizzazione la cui disciplina è prevista principalmente dallo U.S. Bankruptcy Code ("BC")¹⁰⁹. Si noti inoltre come, pur sussistendo riferimenti normativi incrociati con le leggi statali in materia esecutiva (le c.d. state collection laws), la normativa fallimentare statunitense rimanga di competenza federale. E' infatti l'Articolo 1, par. 8, cl. 4 della Costituzione statunitense a disporre espressamente che il Congresso è titolare del potere "*To establish an uniform rule of naturalization, and uniform laws on the subject of bankruptcies throughout the United States*".

L'essenza di tale impianto normativo è quella di garantire compattezza e organicità, nonostante il suo elevato tecnicismo. In tal senso il Giudice Grant in *In re Depew* (1989) osservava che il BC

"is not a fragmented and disconnected collection of miscellaneous rules. It is a complex tapestry of ideas. The colors and patterns that are woven into its fabric combine to compliment and reinforce each other. In order to create a single unifying theme – the equitable treatment of creditors and financial relief for overburdened debtors. In doing so, the tensions between these seemingly inconsistent objectives have been balanced and harmonized. Consequently, title 11's various provisions should not be viewed in isolation. Instead, the interpretation should reflect the interplay between all of its different parts, so that the Bankruptcy Code can operate as a coherent whole. The meaning given to any one portion must be consistent with the remaining provisions of the Bankruptcy Code".

¹⁰⁹ Si noti che altre normative federali quali le Federal Rules of Bankruptcy Procedure ("FRBP") disciplinano la procedura fallimentare e concordataria con rinvii ulteriori alle norme generali previste dalle Federal Rules of Civil Procedure.

Ai fini di una breve ricostruzione storica giova ricordare come l'attuale procedura del Chapter 11 del Titolo 11 dello United States Code del 1978 (come successivamente emendata nel 1984 (Bankruptcy Amendments and Federal Judgeship Act), nel 1994 (Bankruptcy Reform Act) e nel 2005 (Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection)) sia il risultato della fusione di due originarie procedure di riorganizzazione che ebbero scarsa fortuna¹¹⁰. Probabilmente la duplicità delle stesse procedure fu una delle ragioni della loro inadeguatezza a rispondere a esigenze di ristrutturazione aziendale che sempre con maggiore assiduità si presentavano sul mercato. Originariamente la disciplina statunitense in materia di riorganizzazione venne prevista nel Chandler Act del 1938. Essa si fondava su un assetto biforcuto in cui due differenti meccanismi procedurali erano impiegati rispettivamente nella riorganizzazione delle società pubbliche (Chapter 10) e di quelle di più piccole dimensioni (Chapter 11). La sostanziale differenza era dovuta alla tempistica più lunga prevista per le società pubbliche in cui: (i) solo il debitore aveva titolarità alla richiesta di formulazione e deposito del piano di reorganization la cui correttezza e buona fede doveva superare il vaglio della Corte fallimentare (bankruptcy court) (ii), e si contemplava la nomina di un trustee ad hoc, con ampi poteri, ove il debito avesse superato un ammontare pari a USD 250,00. Si richiedeva inoltre che il piano fosse dettagliato, fattibile, leale ed equo. Tali caratteri di lealtà ed equità furono elaborati da giurisprudenza e dottrina a voler significare la priorità dei creditori rispetto ai soci, implementando così una versione non normativizzata della "absolute priority rule", di cui meglio si dirà in seguito.

Il Chapter 11 prevedeva invece una disciplina più snella e con una tempistica più efficiente, in cui oltre all'esclusiva facoltà del debitore nella presentazione del piano, si concedeva al medesimo la possibilità di gestire l'impresa nella fase interinale ed altresì in quella di implementazione del piano, escludendosi sia interposizioni di soggetti nominati ad hoc che un controllo da parte del giudice,

¹¹⁰ Al momento solo allo studio alcune modifiche del Chapter 11 che sono discusse e elaborate da una commissione di esperti costituita in seno all'American Bankruptcy Institute. La Commissione è in fase deliberativa e si attende il deposito di una relazione definitiva presso il Congresso entro i primi mesi del 2015 (<http://commission.abi.org/>).

come invece richiesto nell'ambito della suddetta disciplina del Chapter 10. In questo caso però il controllo sul piano si fondava sul canone del “best interest of creditor test” e non sul mero soddisfacimento dell’absolute priority rule.

A fronte di ciò emerge come, sin dalla sua introduzione, lo scopo della suddetta normativa sia stato quello di garantire a ogni debitore insolvente o in crisi (financial distress) la possibilità di tentare una riorganizzazione dell’attività imprenditoriale per accedere al beneficio del c.d. fresh start (nuovo inizio).

Quanto sopra si declina in modo specifico nell’ambito della versione vigente del Chapter 11 attraverso una procedura che comporta: (i) l’accentuazione della leva negoziale tra le parti nella riorganizzazione del business, (ii) senza tuttavia che tale negoziabilità pregiudichi l’obiettivo primario di salvaguardare il going concern value; obiettivo rispetto al quale rimane in essere un monitoraggio di carattere giudiziale¹¹¹ nel corso di tutto il procedimento¹¹² e, per quanto interessa ai fini del presente elaborato, anche nella fase precedente l’omologa. Tuttavia, nonostante fini encomiabili, la normativa non è rimasta esente da critiche; critiche che si concentrano su aspetti riguardanti la complessità e i costi eccessivi che ogni

111 Nonostante la forte componente negoziale esistente nell’attuale assetto procedurale del Chapter 11, tale procedura rimane comunque soggetta ad un controllo, talvolta penetrante da parte delle bankruptcy courts, che ai sensi della § 105 (a) del BC hanno il potere di:

“issue any order, process, or judgment, that is necessary or appropriate to carry out the provision of this title [Code]”, ciò includendo iniziative d’ufficio ritenute necessarie dal giudice per imprimere un’accelerazione al procedimento assicurando una maggiore efficienza (§ 105 (d)(2) del BC). Il bilanciamento di tale disposizione avviene attraverso le specifiche previsioni presenti in molte norme del BC che mirano a delimitare spazi discrezionali eccessivi. In, *In re Chigago Milwaukee, St. Paul & Pacific Railroad*, 791 F. 2d 524 (1986), il giudice Richard Posner osservava che un processo equo non può fondarsi sull’attribuzione di ampi spazi di “free floating discretion” in capo alla Corte giudicante, poiché in tal caso ci sarebbe un serio rischio che a prevalere siano le opinioni personali della Corte in tema di giustizia ed equità, senza alcuna garanzia di obiettività. In tal senso D. Baird, *Elements of Bankruptcy*, Foundation Press, 2006, 7, in cui si osserva che qualsiasi avvocato che fondasse la difesa del proprio assistito esclusivamente su tale disposto (Articolo 105) avrebbe molte probabilità di fallire nel proprio intento.

112 Vedi Herbert, *Understanding Bankruptcy*, New York, A Times Mirror, 1995, 307, in cui si afferma che la tutela del going concern value si fonda sull’idea che il valore dell’insieme degli assets del debtor abbia un valore superiore rispetto al valore dei singoli elementi individualmente considerati. In tal senso la procedura di reorganization mira alla tutela di tale valore complessivamente considerato. Inoltre è bene specificare, come tale procedura non precluda comunque la cessione di assets in via individuale, qualora questi non siano ritenuti utili dal debtor in possession, chiamato ad operare in prima persona una valutazione nell’interesse dell’impresa (*In re Pacific Forest Industries, Inc.*, 95 Bankr. 740 (Bankr. C.D. Cal. 1989).

impresa è generalmente chiamata a sostenere in tale procedura¹¹³.

A seguito di tali premesse di carattere storico risulta importante ai fini *de quo* evidenziare - e in parte altresì anticipare - taluni episodi in cui la negoziabilità della procedura di riorganizzazione statunitense è stata effettivamente “condizionata” da interventi giudiziali volti alla tutela del suddetto “principio di massimizzazione del going concern”. E’, infatti, la realtà di casi complessi quali quelli del dissesto di Lehman Brothers, Chrysler ed altri, che ha posto sotto una lente d’ingrandimento la tenuta del Chapter 11, intesa sia in senso di funzionalità della procedura di riorganizzazione in un’ottica di (i) compliance e rispondenza a criteri di mercato che di (ii) bilanciamento del rapporto tra autonomia delle parti ed eteronomia giudiziale. A tal proposito è indubbio, che, nonostante le polemiche di seguito indicate, la procedura sia stata idonea a superare situazioni intricate e di difficile risoluzione grazie ad un carattere fondamentale: la sua flessibilità.

Una flessibilità che ha permesso di giungere rapidamente ad una riorganizzazione aziendale mediante i *prenegotiated e prepackaged bankruptcy plans*¹¹⁴, accordi raggiunti tra debitore e classi di creditori al di fuori della Corte che vengono poi omologati in sede processuale qualora soddisfino tutti i requisiti previsti in una ordinaria procedura di riorganizzazione (per un’analisi dei requisiti si veda la sezione 2.2.2 e 2.2.3).

La stessa flessibilità che fu in grado in Lehman di risolvere al meglio una situazione di dissesto drammatica in cui il deposito dell’istanza di ammissione al Chapter 11 non veniva preceduto da alcun tipo di negoziazione rispetto ai circa 1300 trilioni di dollari di indebitamento. A fronte di tale dissesto, fu la possibilità per la Corte di approvare con immediatezza la vendita aziendale di Lehman in capo a Barclays (mediante applicazione della § 363 del BC) che permise di salvaguardare il going concern value. E’ giusto ricordare altresì che in ogni caso la protezione dei valori aziendali non esclude che parti dissenzienti che ritenessero

113 B. Adler, *Bankruptcy primitives*, (2004) 12, Am. Bankr. Inst. L. Rev.,220.

114 Fu proprio grazie a tali accordi che la riorganizzazione di Chrysler e General Motors divenne effettiva in meno di 49 giorni. Si veda Chapter 11 *Bankruptcies and Restructuring Strategies*, Aspatatore (2012), p.56.

violati i diritti al due process (rights to be heard) presentassero impugnazioni¹¹⁵. Tuttavia, il giudice competente - in sede di appello - ratificò la correttezza del trasferimento in modo definitivo. Fu così che il tentativo di salvataggio del going concern di Lehman autorizzato dalla Corte fallimentare e la successiva conferma in sede di appello diedero un chiaro segnale della flessibilità procedurale esistente in materia di riorganizzazione: flessibilità in ogni occasione asservita al perseguimento di uno scopo precipuo - la massimizzazione del valore del going concern. Quanto detto, rese comunque possibili la presentazione d'impugnazioni successive e ulteriori (principalmente relative a questioni di allocazione dei ricavi della vendita) che non intaccarono in alcun modo l'efficacia della decisione giudiziale e la validità del trasferimento degli assets, realizzata in uno scenario di emergenza.

Ulteriore esempio di tale flessibilità si ebbe, tra gli altri, in Chrysler, società industriale che, come vedremo in seguito, entrò e resuscitò dalla procedura in meno di 42 giorni. Anche in tal caso la procedura di riorganizzazione misurò la sua efficacia, intesa in termini di rapidità e reattività alla crisi, in un contesto di emergenza, in cui la Corte decise, similmente a quanto sopra, di approvare il trasferimento degli assets aziendali in una fase precedente l'omologa, mediante esercizio del potere autorizzativo di cui alla §363 del BC.

I suddetti casi mostrano certamente una flessibilità connaturata allo strumento di riorganizzazione statunitense che non parrebbe attualmente avere un corrispondente nell'ambito dell'ordinamento italiano. E' apparso, infatti, come il giudice si sia spinto ben al di là dei limiti che generalmente gli si attribuivano rispetto alle facoltà autorizzative di cui alla §363 del BC inerenti al mero trasferimento di assets aziendali. Ciò che come vedremo ha creato perplessità in letteratura, distaccandosi anche dall'indirizzo giurisprudenziale precedente¹¹⁶, è

115 Estratto intervento del giudice Peck (giudice competente per il caso Lehman Bros.) durante il Convegno Fondazione CESIFIN Alberto Predieri - IL RISANAMENTO D'IMPRESA 5 ANNI DOPO LEHMAN, Firenze, 28 maggio 2013.

116 In precedenza la giurisprudenza aveva fissato criteri specifici nell'utilizzo della §363 del BC e nella valutazione di conformità ai requisiti di cui alla §1129, in specie quando l'ordine delle priorities, fosse stato alterato a seguito della vendita. Si veda, inter alia, In re Lionel Corp., 722 F.2d 1063 (2° Cir. 1983); e In re Continental Airlines Inc., 780 F. 2d, 1223 (5° Cir. 1986) in cui

derivato dalla possibilità che tali vendite ex §363 celassero pseudo riorganizzazioni (c.d. sub-rosa plans) in cui, pur in contesti di emergenza, si violavano o per lo meno diveniva dubbio, il rispetto dei requisiti minimi di approvazione di un piano di riorganizzazione ordinaria (quali il consenso del ceto creditorio, l'ordine delle priorities, ed i trattamenti minimi garantiti), ed in specie, di quelli rilevanti in sede di cram down. Secondo molti¹¹⁷ ciò ha rappresentato un costo, in termini di diritti dei creditori che - stravolti a seguito del trasferimento d'interi complessi aziendali ex §363 del BC - venivano pregiudicati (i) senza che questi vi acconsentissero, e/o (ii) senza verificare che la protezione minima predisposta in sede di omologa ai sensi della § 1129 del BC fosse stata effettivamente rispettata. Ciò che emerge è pertanto una riorganizzazione da intendere come estrinsecazione di negozialità che rimane soggetta, in particolar modo nei casi di trasferimenti aziendali straordinari ai sensi §363 del BC, ad ampi spazi di intervento della Corte che, nel tentativo di vendere gli assets in un dato periodo di tempo, esercita il proprio ruolo decisorio, precipuamente, al fine di garantire la massimizzazione del going concern.

E' perciò con queste premesse che ci si accinge a esaminare alcuni degli aspetti particolarmente complessi di una parte di una disciplina che funge da modello di riferimento in ambito internazionale, con uno spirito di apertura volto a riconoscerne le criticità maggiori, giungendo, ove ciò sia pertinente, al riconoscimento e uso di spunti interpretativi utili a una miglior analisi della normativa italiana post-riforma.

rispetto ad eventuali istanze di opposizioni la Corte precisava che “We hold that when an objector to a proposed transaction under §363(b) claims that it is being denied certain protection because approval is sought pursuant to §363(b) instead of as part of a reorganization plan, the objector must specify exactly what protection is being denied. If the court concludes that there has in actuality been such a denial, it may then consider fashioning appropriate protective measures modelled on those which would attend a reorganization plan”.

117 Per una dettagliata disamina sul tema si veda M. Roe e D. Skeel, *Assessing the Chrysler Bankruptcy*, Michigan Law Review, vol. 108, p. 727 et seq.

2.2 Primo approccio alla normativa del Chapter 11

2.2.1 *Quick sales §363*

La disciplina statunitense relativa al trasferimento di un'azienda o di un suo ramo in una fase precedente l'omologa giudiziale si colloca essenzialmente in due commi della § 363 del BC. Tali previsioni autorizzano espressamente il trustee (figura assimilabile al curatore fallimentare) e - in virtù dell'estensione dei diritti, poteri, funzioni dei poteri attribuiti al medesimo - il debtor in possession¹¹⁸ a

118 Figura assimilabile all'imprenditore in crisi soggetto a procedura diversa dalla procedura fallimentare. Si noti, infatti, che una delle principali caratteristiche del Chapter 11 è che il debtor, legittimato al filing per l'ammissione alla procedura, non viene spossessato della gestione dell'impresa e dei beni aziendali che la compongono, bensì rimane in possession della medesima. Tuttavia ciò non è un criterio adottato in senso assoluto. Infatti, rispetto alla regola prevista in modo esplicito alla § 1104 ed 1197 del BC sussistono delle eccezioni (in particolare si noti come nella maggior parte dei casi il Chapter 11 trustee è nominato "for cause", ovvero quando, ai sensi del §1104 (a) (1) del BC, si ravvisino gli estremi di "fraud, dishonesty, incompetence, or gross mismanagement").

Tale caratteristica va collocata nell'ambito della procedura di riferimento. Infatti, se in un'ordinaria procedura di liquidation ex Chapter 7, sia il debitore che i creditori sono interessati al mero calcolo dei crediti concorsuali e alla liquidazione dei medesimi, nell'ambito del Chapter 11 sussistono ulteriori preoccupazioni ed interessi per creditori e debitore, principalmente connesse alla proclamata intenzione di riorganizzare e preservare il going concern value. A tale esigenza risponde proprio la disciplina del Chapter 11 che attribuisce al debtor in possession letteralmente ogni diritto e autorità prevista in seno al BC a favore dell'ordinario trustee (i.e. curatore). La previsione di questi diritti e poteri ha un contrappeso nella prevista estensione al debtor in possession dei fiduciary duties verso i creditori, come previsto per il trustee in caso di sua nomina. La ragione di tale attribuzione pertanto risiede nell'esigenza di facilitare il processo di reorganization, prima che l'impresa si trovi in una fase di insolvenza irreversibile. Infatti, se la nomina di un trustee determina un inevitabile prolungamento dei tempi e un costo aggiuntivo per la società debitrice, la figura del debtor in possession possiede già ogni elemento utile per poter apprestare un piano di riorganizzazione efficiente. Le obiezioni a tale regola generalmente ruotano attorno all'idea che è il debitore medesimo il soggetto che ha gestito la società conducendola alla situazione di financial distress. In tal senso vedi Cowans, *Bankruptcy law and practice*, Charlottesville, LEXIS Law Publishing, 1998, 135; Warren, *The Untenable Case for Repeal of Chapter 11*, 102 *Yale L.J.* 437 (1992); Korobkin, *The Unwarranted Case Against Corporate Reorganizations: A Reply to Bradley and Rosenzweig*, 78 *Iowa L. Rev.* 669 (1993); Bhandari e Weiss, *The Untenable Case for Chapter 11: A review of the Evidence*, 67 *Am. Bankr. L. J.* 131 (1993). Si veda anche Wood, *Principles of International Insolvency*, Sweet & Maxwell, London, 2007, 95, in cui l'Autore mostra come tale elemento di continuità nella gestione rappresenti il fattore maggiormente controverso della procedura, anche se sottolinea che il debitore necessita

trasferire (nonché usare o locare [*rectius*: concedere in godimento]) l'azienda o un suo ramo qualificando due iter specifici e diversi a seconda che tale operazione sia effettuata come atto di ordinaria o di straordinaria amministrazione. E' importante precisare come le suddette norme siano applicabili nel corso dell'intera procedura e pertanto, per quanto d'interesse nel presente elaborato e ai fini della analisi e comparazione di cui al capitolo terzo, anche in una fase precedente l'omologa del piano di riorganizzazione.

In particolare, ai sensi della § 363(b)(1) del BC¹¹⁹ ove sia qualificabile come atto

dell'autorizzazione della Corte per le operazioni aventi carattere straordinario. In senso contrario a tale continuità della gestione cfr. L. LoPucki, *The debtor in Full-Control Systems Failure Under Chapter 11 of The Bankruptcy Code*, Parti 1 & 2, 57 Am. Bankr. L. J., 247 (1983); e Herbert, *Understanding Bankruptcy*, New York, A Times Mirror, 1995, 304, in cui si evidenzia come la procedura prevista dal legislatore americano conferisca troppo poco potere ai creditori e sia estremamente debtor-oriented. Per una prospettiva totalmente negativa la cui conclusione è l'auspicio dell'abrogazione del Chapter 11 vedi Bradley e Rosenzweig, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 Yale L. J. 1043 (1992). Relativamente ai doveri trattati dei fiduciary duties di loyalty, care, e good faith, che generalmente sono già riconosciuti nell'ambito del diritto societario americano con riguardo alla normale gestione dell'impresa cui gli amministratori ed i dirigenti sono preposti e che hanno come destinatari ultimi esclusivamente i soci della medesima. Per un'estensione di tali doveri ai creditori, cfr., inter alia, *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613, n.55 (Del. Ch. 1991), in cui la Corte riconobbe che in prossimità dell'insolvenza, gli amministratori sono tenuti ad adottare una condotta più moderata e conservatrice, nel rispetto dell'estensione dei fiduciary duties, anche ai creditori dell'impresa; in tal senso vedi anche, *In re Ben Franklin Retail Stores Inc.* 225 B.R. 646, 655-56 (Bankr. N.D. Ill. 1998). Nell'ambito del diritto italiano cfr., inter alia, R. Rodorf, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, *Le Società* n. 6/2013 p. 669.

119 § 363 (b) del BC: "The trustee, after notice and a hearing, may use, sell, or lease, other than in the ordinary course of business, property of the estate, except that if the debtor in connection with offering a product or a service discloses to an individual a policy prohibiting the transfer of personally identifiable information about individuals to persons that are not affiliated with the debtor and if such policy is in effect on the date of the commencement of the case, then the trustee may not sell or lease personally identifiable information to any person unless—

(A) such sale or such lease is consistent with such policy; or

(B) after appointment of a consumer privacy ombudsman in accordance with section 332, and after notice and a hearing, the court approves such sale or such lease—

(i) giving due consideration to the facts, circumstances, and conditions of such sale or such lease; and

(ii) finding that no showing was made that such sale or such lease would violate applicable nonbankruptcy law.

(2) If notification is required under subsection (a) of section 7A of the Clayton Act in the case of a transaction under this subsection, then—

(A) notwithstanding subsection (a) of such section, the notification required by such subsection to be given by the debtor shall be given by the trustee; and

(B) notwithstanding subsection (b) of such section, the required waiting period shall end on the 15th day after the date of the receipt, by the Federal Trade Commission and the Assistant Attorney General in charge of the Antitrust Division of the Department of Justice, of the notification required under such subsection (a), unless such waiting period is extended—

di straordinaria amministrazione, il trasferimento potrà avvenire solo a seguito di “notice and hearing”. Tale ultima locuzione, molto presente nelle disposizioni del BC, autorizza l'esecuzione di un atto in assenza di una specifica udienza qualora una comunicazione formale sia stata debitamente notificata e nessuna delle parties in interest abbia tempestivamente richiesto lo svolgersi di detta udienza (§102 (1) BC).

Nei casi in cui un'impugnazione sia stata tempestivamente depositata, la Corte fisserà un'udienza durante la quale determinerà se il potenziale acquirente sia in buona fede e stia effettivamente pagando un giusto prezzo¹²⁰. Come si vedrà meglio in seguito, il rischio che si cela dietro tale valutazione è di autorizzare un trasferimento in una fase precedente l'omologa di un piano di riorganizzazione che privi i creditori e le parties in interest dei diritti e delle tutele previste dal Chapter 11 (§1129 del BC di seguito esaminate)¹²¹.

Altro importante elemento è dato dalla previsione che permette al creditore privilegiato di depositare una controfferta (credit bid) per l'acquisto dei beni venduti al di fuori dell'ordinaria amministrazione e di compensare il proprio credito con il prezzo versato per l'acquisto di tali beni, impattando positivamente sul bilancio ed indebitamento dell'impresa in crisi (§363 (k) del BC)¹²².

Ai sensi della § 363(c) (1) del BC¹²³, ove sia qualificabile come atto di ordinaria amministrazione, la vendita potrà avvenire in assenza di “notice and hearing”, salvi i casi in cui la Corte provveda altrimenti.

In parziale deroga alla §363 (c) (1), quando ciò sia qualificabile come atto di

(i) pursuant to subsection (e)(2) of such section, in the same manner as such subsection (e)(2) applies to a cash tender offer;

(ii) pursuant to subsection (g)(2) of such section; or

(iii) by the court after notice and a hearing”.

120 In re Abbotts Dairies Inc., 788 F.2d 143 (3° Cir. 1986).

121 In re Continental Air Lines, Inc. 780 F.2d 1223 (5° Cir. 1986).

122 §363 (k) del BC: “At a sale under subsection (b) of this section of property that is subject to a lien that secures an allowed claim, unless the court for cause orders otherwise the holder of such claim may bid at such sale, and, if the holder of such claim purchases such property, such holder may offset such claim against the purchase price of such property”.

123 § 363 (c) (1) del BC: “If the business of the debtor is authorized to be operated under section 721, 1108, 1203, 1204, or 1304 of this title and unless the court orders otherwise, the trustee may enter into transactions, including the sale or lease of property of the estate, in the ordinary course of business, without notice or a hearing, and may use property of the estate in the ordinary course of business without notice or a hearing”.

ordinaria amministrazione, una disciplina specifica è prevista per il trasferimento (nonché l'uso o la "locazione") di cash collaterals¹²⁴. In tal caso, infatti, si potrà procedere esclusivamente con (i) un'autorizzazione della Corte dopo "notice and hearing", ovvero (ii) nel caso in cui tutti i soggetti che vantino un interesse nel cash collaterals acconsentano alla suddetta operazione.

Si noti che è frequente per le Corti autorizzare il trasferimento (nonché l'uso o la locazione) di cash collaterals già ad un'udienza preliminare in cui emergano elementi sufficienti a ritenere probabile il prevalere dell'imprenditore in crisi durante la successiva udienza definitiva; in tale udienza definitiva compito del giudice è di esaminare e valutare la sussistenza di protezioni sufficienti per ogni soggetto istante avente un interesse nel cash collaterals secondo il canone dell'adequate protection¹²⁵, in particolare valutando: (i) l'entità dell'interesse del soggetto istante, (ii) il rischio scaturente in caso di autorizzazione dell'operazione, (iii) se il debitore fornisca al soggetto istante "adequate protection" del proprio interesse secondo il canone dell'indubitable equivalent (indubbio equivalente)¹²⁶,

124 Definito espressamente dalla § 363 (a) del BC, per cash collaterals si intendono: "a) In this section, "cash collateral" means cash, negotiable instruments, documents of title, securities, deposit accounts, or other cash equivalents whenever acquired in which the estate and an entity other than the estate have an interest and includes the proceeds, products, offspring, rents, or profits of property and the fees, charges, accounts or other payments for the use or occupancy of rooms and other public facilities in hotels, motels, or other lodging properties subject to a security interest as provided in section 552 (b) of this title, whether existing before or after the commencement of a case under this title". Cfr. *United Virginia Bank v. Slab Fork Coal Co.* 784 F.2d 1430 (4^o Cir. 1986)

125 § 363 (c) (3) del BC: "(3) Any hearing under paragraph (2)(B) of this subsection may be a preliminary hearing or may be consolidated with a hearing under subsection (e) of this section, but shall be scheduled in accordance with the needs of the debtor. If the hearing under paragraph (2)(B) of this subsection is a preliminary hearing, the court may authorize such use, sale, or lease only if there is a reasonable likelihood that the trustee will prevail at the final hearing under subsection (e) of this section. The court shall act promptly on any request for authorization under paragraph (2)(B) of this subsection". § 363 (e) del BC: "(e) Notwithstanding any other provision of this section, at any time, on request of an entity that has an interest in property used, sold, or leased, or proposed to be used, sold, or leased, by the trustee, the court, with or without a hearing, shall prohibit or condition such use, sale, or lease as is necessary to provide adequate protection of such interest. This subsection also applies to property that is subject to any unexpired lease of personal property (to the exclusion of such property being subject to an order to grant relief from the stay under section 362)".

126 § 361 (3) del BC: "When adequate protection is required under section 362, 363, or 364 of this title of an interest of an entity in property, such adequate protection may be provided by— [...] granting such other relief, other than entitling such entity to compensation allowable under section 503 (b)(1) of this title as an administrative expense, as will result in the realization by such entity of the indubitable equivalent of such entity's interest in such property".

con ciò intendendosi che il rimedio proposto dal debitore dovrà essere totalmente compensativo e in grado di soddisfare l'interesse del soggetto istante¹²⁷. Il risultato di tale udienza potrà pertanto consistere in un'autorizzazione, in un divieto, ovvero in un'autorizzazione condizionata ad effettuare l'operazione di trasferimento secondo modalità tali da assicurare *adequate protection*¹²⁸.

Come sopra illustrato, al fine di applicare correttamente la previsione di cui §363 (b) o (c), risulta determinante la qualificazione dell'atto come atto di straordinaria o di ordinaria amministrazione. A tal fine le Corti statunitensi hanno mostrato approcci diversi e consistenti principalmente nell'applicazione dei c.d. "reasonable expectation test"¹²⁹ e "industry wide test"¹³⁰. Nel primo, anche conosciuto come *vertical dimension test*, la Corte accerta se, alla luce degli usi correnti dell'impresa, l'operazione di trasferimento implichi un rischio ulteriore e aggiuntivo per i creditori, rispetto al momento di origine in cui questi ultimi

127 In re Martin, 761 F. 2d 472 (8° Cir. 1985).

128 Relativamente ai termini e alle modalità di svolgimento dell'udienza §363 (c) (3) del BC cfr. § 4001 (b) delle FRBP: "Use of Cash Collateral.

(1) Motion; Service.

(A) Motion. A motion for authority to use cash collateral shall be made in accordance with Rule 9014 and shall be accompanied by a proposed form of order.

(B) Contents. The motion shall consist of or (if the motion is more than five pages in length) begin with a concise statement of the relief requested, not to exceed five pages, that lists or summarizes, and sets out the location within the relevant documents of, all material provisions, including:

(i) the name of each entity with an interest in the cash collateral;

(ii) the purposes for the use of the cash collateral;

(iii) the material terms, including duration, of the use of the cash collateral; and

(iv) any liens, cash payments, or other adequate protection that will be provided to each entity with an interest in the cash collateral or, if no additional adequate protection is proposed, an explanation of why each entity's interest is adequately protected.

(C) Service. The motion shall be served on: (1) any entity with an interest in the cash collateral; (2) any committee elected under §705 or appointed under §1102 of the Code, or its authorized agent, or, if the case is a chapter 9 municipality case or a chapter 11 reorganization case and no committee of unsecured creditors has been appointed under §1102, the creditors included on the list filed under Rule 1007(d); and (3) any other entity that the court directs.

(2) Hearing. The court may commence a final hearing on a motion for authorization to use cash collateral no earlier than 14 days after service of the motion. If the motion so requests, the court may conduct a preliminary hearing before such 14-day period expires, but the court may authorize the use of only that amount of cash collateral as is necessary to avoid immediate and irreparable harm to the estate pending a final hearing.

(3) Notice. Notice of hearing pursuant to this subdivision shall be given to the parties on whom service of the motion is required by paragraph (1) of this subdivision and to such other entities as the court may direct".

129 In re James A. Phillips, Inc. 29 B.R. 391 (S.D.N.Y. 1983).

130 In re Waterfront Companies, Inc., 56 B.R. 31 (Bankr. D. Minn. 1985).

avevano deciso di concedere credito all'impresa. Nel secondo, anche conosciuto come horizontal dimension test, alcune Corti hanno preferito comparare l'attività del debitore in crisi con quella d'impresе operanti in settori simili o assimilabili a quella di quest'ultimo.

In aggiunta all'analisi caso per caso che parrebbe necessaria nel creare un discrimen e qualificare gli atti in atti di ordinaria e di straordinaria amministrazione, si considerino ulteriori elementi normativi relativi alla disciplina delle quick sales ed in particolare quelli consistenti:

- nella previsione di garanzia che l'operazione autorizzata non confligga con la concessione ai creditori di un c.d. relief dall'automatic stay (§363 (d) del BC);
- nella previsione di garanzia che i diritti del debtor in possession in relazione, inter alia, al trasferimento degli assets aziendali permangano nonostante l'esistenza di previsioni contrarie di natura contrattuale e/o di legge che determinino decadenze, modifiche, e/o risoluzioni di tali diritti al ricorrere di una o più delle seguenti circostanze: (i) l'insolvenza o stato di crisi del debitore, (ii) l'inizio di una procedura ai sensi del BC nei confronti del debitore, (iii) la nomina di un curatore o di un custode speciale, (iv) il sequestro di beni da un curatore o da un custode speciale (non bankruptcy custodian) (§363 (l) del BC);
- nella possibilità che il trasferimento di assets aziendali sia effettuato libera da iscrizioni e/o trascrizioni di diritti e/o vincoli di qualsiasi natura al ricorrere di una o più delle seguenti circostanze: (i) le leggi applicabili (incluse le c.d. non bankruptcy laws) autorizzino un trasferimento libero da vincoli; (ii) vi sia il consenso dei soggetti che vantino diritti sugli specifici assets aziendali oggetto del trasferimento; (iii) qualora i diritti dei soggetti interessati siano garantiti da un pegno, che il prezzo sia superiore al valore di tutti i beni oggetto di garanzia¹³¹; (iv) vi sia un contenzioso pendente (c.d. bona fide dispute) relativamente all'interesse del soggetto

131 Cfr. In re Perroncello, 170 B.R. 189 (Bankr. D. Mass. 1994); In re Beker Industries Corp., 63 B.R. 474 (Bankr. S.D.N.Y. 1986).

- garantito sugli assets aziendali oggetto del trasferimento; (v) qualora, in un'eventuale azione legale (legal or equitable action), al soggetto che vanta diritti sugli assets aziendali oggetto di trasferimento possa essere richiesto di accettare denaro per la soddisfazione del proprio credito¹³²;
- nel determinare una specifica distribuzione dell'onere della prova tra il debitore – tenuto a dimostrare la sussistenza di adequate protection, e il soggetto garantito – tenuto a dimostrare la natura, validità e grado del privilegio di cui è titolare nel corso di ogni udienza (§363 (p) del BC);
 - nel vietare l'unwinding e così garantire la validità di un'autorizzazione al trasferimento (sia di ordinaria che di straordinaria amministrazione) in caso di modifica o ribaltamento di questa in appello qualora si realizzino le seguenti condizioni: (i) su istanza di parte il trasferimento non sia stato sospeso (stayed), pendente il giudizio di impugnazione in appello; e (ii) cessionario, pur consapevole dell'appello, sia in buona fede¹³³.

E' da tali previsioni normative che si delinea il favor del legislatore statunitense verso le quick sales; ciò avviene mediante un approccio che promuove il trasferimento degli assets aziendali con modalità diverse che, caso per caso, possono incrementarne il valore e proteggere prontamente il business aziendale dalla crisi in una fase in cui, come descritto nella prima parte dell'elaborato, il valore di funzionamento dell'impresa risulti ancora superiore a quello di liquidazione determinato in un contesto di mercato. L'uso di tali previsioni, come anticipato, ha però suscitato perplessità nei casi in cui, per motivi di urgenza, trasferimenti complessi aventi carattere "riorganizzativo" siano stati conclusi bypassando interamente una fase di verifica inerente al rispetto (ritenuto

132 *In re Leckie Smokeless Coal Co.*, 99 F. 3d 573 (4° Cir. 1996).

133 § 363 (m) del BC: "The reversal or modification on appeal of an authorization under subsection (b) or (c) of this section of a sale or lease of property does not affect the validity of a sale or lease under such authorization to an entity that purchased or leased such property in good faith, whether or not such entity knew of the pendency of the appeal, unless such authorization and such sale or lease were stayed pending appeal". L'irrelevanza dell'appello scaturirebbe pertanto solo nel caso si realizzino le condizioni previste in tale previsione. A ciò fa eccezione il caso in cui si tratti di vendita di immobile a un creditore soggetto a un diritto di riscatto o di operazione di vendita che possa essere risolta (unwound) ai sensi del diritto statale. In tal senso cfr. *In re Mann*, 907 F. 2d 923 (9° Cir. 1990).

generalmente imprescindibile!) dei requisiti previsti per l'omologa di piani di riorganizzazione (§1129 del BC). E' per tale ragione al fine di cogliere gli aspetti più critici attenzionati in giurisprudenza e in letteratura nel caso Chrysler che ci si accinge di seguito a un esame della §1129 del BC e dei requisiti in essa previsti.

2.2.2 *Omologa §1129*

L'omologazione del piano (confirmation) rappresenta la fase conclusiva del procedimento di riorganizzazione previsto ai sensi del Chapter 11.

L'analisi di questi requisiti e degli aspetti giuridici essenziali ricorrenti in tale fase è preordinata (i) alla dimostrazione di quali e di quanto possano intendersi "pregiudicati" i diritti dei creditori nel caso in cui i trasferimenti aziendali ante-omologa celino in realtà veri e propri piani di riorganizzazione, e (ii) alla completezza dell'indagine de quo per chiarire la portata e natura del dibattito sorto in letteratura alla luce della casistica giurisprudenziale statunitense sul tema del suddetto trasferimento ante-omologa.

Nella fase di omologa si riflettono e trovano compimento le dinamiche negoziali che conducono alla votazione del piano da parte dei creditori. Un rilievo negoziale certamente importante per il raggiungimento di un accordo sul piano proposto dal debitore è costituito altresì dalla previsione dell'exclusivity period¹³⁴,

134 L'exclusivity period esclude entro una data scadenza la possibilità dei creditori ed altre parties in interest (i.e. trustee, comitato dei creditori (creditors' committee), soci, comitato dei soci (equity holders' committee), rappresentante degli obbligazionisti (indenture trustee), ad esclusione dello United States Trustee (§307 del BC)) di avanzare proposte di riorganizzazione, attribuendo questa prerogativa esclusivamente al debtor in possession, protagonista principale nel Chapter 11, salvo le suddette eccezioni di cui alla §1104(a)(1) del BC (rimozione for cause).

Si prospetta pertanto una legittimazione esclusiva alla formulazione di un piano di riorganizzazione da parte del debitore. La §1121 del BC regola i termini iniziali e finali inerenti alla suddetta legittimazione esclusiva. Il debitore risulta infatti legittimato a proporre il piano entro il termine di 120 giorni dall'apertura della procedura, con possibilità di proroga fino ad un termine massimo di 18 mesi. Ove il debitore presenti un piano entro i termini previsti, nessun altro soggetto (parties in interest) avrà possibilità di presentare una propria proposta di riorganizzazione sino a 180 giorni dalla stessa apertura (§1121(c)(3) del BC). Infatti, l'approvazione del piano dovrà essere effettuata entro 180 giorni dall'apertura della procedura (order for relief), con possibilità che anche questo termine sia a sua volta prorogato fino ad un massimo di 20 mesi. La legittimazione esclusiva ha certamente un impatto negoziale notevole restringendo le protezioni dei creditori che avranno solo la possibilità di:

dell'automatic stay¹³⁵ e dell'adequate disclosure¹³⁶.

-
- accettare la proposta formulata dal debtor in possession;
 - depositare un'istanza di conversione del Chapter 11 in Chapter 7; ed
 - attendere il decorso dell'exclusivity period.

Pertanto, solo alla scadenza del periodo di esclusiva ogni altra party in interest potrà formulare ed avanzare la propria proposta di riorganizzazione. Si noti la relazione tra i due termini suddetti di 120 giorni (presentazione piano) e 180 giorni (approvazione piano), entrambi decorrenti dal momento dell'apertura del Chapter 11. Se per ipotesi, il debitore depositasse un piano 20 giorni dopo l'order for relief, egli avrà 160 giorni per ottenere l'approvazione da parte dei creditori (salvo estensioni o riduzioni for cause §1121(d) del BC su istanza di parties in interest previa notifica con successiva udienza – In re Public Service Co. Of New Hampshire, 88 B.R. 521 Bankr. D.N.H. 1988).

135 Uno dei benefici garantiti al debtor in possession, a seguito del deposito dell'istanza di apertura del Chapter 11, è quello di prevedere il c.d. automatic stay, la moratoria delle azioni esecutive o cautelari esercitate da parte di terzi nei confronti del debitore medesimo e del suo patrimonio.

In tal senso alla §362 del BC dispone che mediante un meccanismo presuntivo ed automatico, si proibisca ai creditori (chirografari e privilegiati) di iniziare o proseguire azioni volte all'ottenimento del controllo sul patrimonio del debitore nonché ogni azione volta ad escutere garanzie o privilegi in un momento successivo al deposito dell'istanza di attivazione della procedura. Questa norma tuttavia non esclude in modo assoluto che il debitore sia sottoposto alle azioni suddette, ove queste: (i) ricadano tra le eccezioni previste (quali quelle promosse da enti governativi "to enforce such governmental unit's police or regulatory power" cfr. In re McMullen, 386 F.3d 320 (1° Cir. 2004); Torwico Electronics, Inc. v. New Jersey Department of Environmental Protection, 8 F.3d 146 (3° Cir. 1993); F.C.C. v. NextWave Personal Communications, Inc. 537 U.S. 293 (2003); Board of Governors v. MCorp Financial, 502 U.S. 32 (1991); (ii) si tratti di crediti sorti dopo il deposito dell'istanza di apertura (post-petition claims); ovvero (iii) nei casi non rientranti nell'ambito operativo della norma. Sussistono principalmente due eccezioni promuovibili dai creditori privilegiati (c.d. secured creditors), al fine di ottenere la rimozione della moratoria (lift of the automatic stay) e previste rispettivamente ex § 362 (d)(1) e 362 (d)(2) del BC. Nel primo disposto trattasi di ipotesi disponibili ai creditori privilegiati al fine di avanzare un'istanza di rimozione dell'automatic stay, generalmente utilizzata agli inizi della procedura. La Corte, infatti, procederà alla rimozione dell'automatic stay per il credito garantito solo nei casi in cui sussista una giusta causa, consistente generalmente nella mancanza di adequate protection del bene oggetto della garanzia (c.d. collateral). Questa valutazione implica un'analisi circa la sorte del bene e del suo valore in caso di utilizzo da parte del debitore nel corso della procedura di riorganizzazione. In caso non vi sia un deprezzamento o un impatto notevole sul valore del collateral il giudice non sarà quasi mai incline all'ammissione dell'istanza del creditore. Nel secondo caso al creditore sarà richiesto di provare (i) che non residui più alcun interesse del debitore nel collateral, con ciò intendendosi che a fronte delle molteplici garanzie concesse sul medesimo non vi sia più alcun valore attribuibile al debitore, e (ii) che questo non risulti essere elemento necessario alla riorganizzazione. Si noti inoltre che in caso di ammissione dell'istanza per il lift of the stay al creditore sarà concesso di poter proseguire le proprie azioni a tutela delle diritti previsti ai sensi della legislazione statale, riportando la situazione allo status quo ante, prima che intervenissero la moratoria e le protezioni previste ai sensi del BC

La portata e l'ambito di operatività del criterio dell'adequate protection risulta maggiormente definito dalla § 361 del BC, ai sensi della quale generalmente si riconosce che adequate protection possa essere assicurata al creditore garantito mediante (i) pagamenti che compensino la perdita di valore del collateral, (ii) fornendo ulteriori garanzie (c.d. replacement liens), ovvero (iii) assicurando al creditore l'indubitable equivalent rispetto ai diritti ed alle pretese facenti capo a quest'ultimo (tale concetto viene ribadito alla § 1129 (b)(2)(A) del BC e trova fondamento nella Learned Hand's opinion in In re Murel Holding Corp., 75 F.2d 941 (2° Cir. 1935). Inoltre ove tali garanzie si rivelassero insussistenti in violazione del criterio dell'adequate protection, al creditore

E' importante notare come il risultato della votazione da parte dei creditori sia lo snodo fondamentale che determina un andamento/trattamento differenziato nella

garantito sarà concesso un super-priority claim con diritto di soddisfazione prioritaria, anche rispetto ai compensi del curatore o dei legali del debitore. Tale meccanismo quindi rappresenta un ulteriore incentivo del legislatore statunitense ai fini della riorganizzazione, e in particolare del raggiungimento di un accordo con i creditori privilegiati.

136 Il piano deve essere accompagnato o preceduto da un disclosure statement, depositato dal proponente, ed approvato dalla Corte; tale disclosure statement prescinde da una valutazione di merito del debitore o dei suoi assets (1125(b) del BC); esso ha lo scopo precipuo di rendere trasparente il meccanismo di voto, rispondendo in parte ai requisiti del best interest test, ed informando i creditori titolari di diritto di voto circa il contenuto sostanziale del piano (§3016(b) FRBP). In tal senso §1125 del BC richiede che ci sia una piena disclosure prima che il debitore/proponente proceda alla sollecitazione al voto inerente al piano proposto. I creditori ed i soci devono essere forniti di una copia del piano, incluso un sunto dello stesso, accompagnati dal disclosure statement, già approvato dalla Corte in base allo standard dell'adequate information, definito ai sensi della §1125(a) del BC quale informazione "reasonably practicable" per il debitore che intenda rendere noto ad un "hypothetical reasonable investors" le informazioni necessarie per ottenere dal medesimo un consenso informato (vedi §3017 FRBP in cui viene disciplinato il procedimento di disclosure e le modalità di notifica della documentazione inerente al disclosure statement ed al piano, debitamente identificato, che la Corte invia ai titolari del diritto di voto insieme all'Official Form, con fissazione del termine delle votazioni e, talvolta, del confirmation hearing); (per una lista di fattori chiave nel valutare l'adequate information vedi: *In re Metrocraft Publishing Services, Inc.* 39 B.R. 567 (Bankr. N.D. Ga. 1984)). La disciplina della disclosure è stata oggetto di accesi dibattiti in letteratura e le Corti statunitensi hanno in diverse occasioni cercato di definirne l'ambito di operatività mediante un esame della sua ratio. A tal riguardo si noti come al di fuori dell'ambito concorsuale siano ammissibili i c.d. lock up agreements (§1125(g) del BC) stipulati pre-pretition e capaci di determinare in capo ad una delle parti l'obbligo di votare in modo (generalmente) favorevole il piano di riorganizzazione proposto dal debitore in caso di accesso al Chapter 11. Parte della giurisprudenza ha, infatti, ritenuto che, pur essendo un tale accordo assimilabile ad una solicitation ai sensi dell'§1125 del BC, esso se ne differenzia poiché la solicitation afferirebbe esclusivamente al meccanismo di votazione formale, non estendendosi, a tutte quelle convenzioni, o accordi che i creditori ed il debitore, debitamente informati in fase di negoziazione, abbiano stipulato in relazione alla votazione di un eventuale piano da approvare nel corso del Chapter 11. In tal senso si veda *In re Kellogg Square Partnership*, 160 Bankr. 336,340 (Bankr. D. Minn. 1993); *Trans World Airlines, Inc. v. Texaco Inc.*, 81 Bankr. 813 (Bankr. S.D.N.Y. 1988); *In re Dow Corning*, 227 B.R. 111, 125 (Bankr. E.D. Mich. 1999). Altra leva negoziale che supporta l'approvazione di un piano proposto dal debitore durante il periodo di esclusiva è presente nella § 1126(b) del BC che ripropone un'eccezione alla disciplina della disclosure endo-procedimentale (§1125 del BC) ed un effetto simile al lock up per i creditori che prima del deposito dell'istanza di Chapter 11 abbiano approvato o rigettato il medesimo piano che poi sia stato proposto nel corso della procedura. Tale efficacia vincolante resta tuttavia subordinata alla compliance con la normativa non concorsuale (non bankruptcy law) ovvero, in caso tale normativa non sia prevista, alla preventiva informazione del creditore secondo il criterio dell'adequate information di cui alla §1125(a) del BC (si veda la §3018(b) FRBP). Certamente uno scenario interessante, quest'ultimo, che permetterebbe al debitore, in base ad un'analisi preventiva circa la natura delle pretese creditorie durante una fase di negoziazione in workout (i.e. al di fuori della procedura), di promuovere il medesimo piano proposto in precedenza, avendo già contezza della approvazione vincolata in fase pre-concorsuale da parte di determinati creditori. Quanto sopra sarà ancor più semplice nel caso in cui le pretese dei suddetti creditori abbiano una distribuzione all'interno delle classi tale da assicurare al debitore che almeno un impaired class voti in favore del piano. Per un'analisi dell'applicazione dei requisiti di disclosure e delle peculiarità dei c.d. Plan Support Agreements si veda, *Chapter 11 Bankruptcies and Restructuring Strategies*, Aspatatore (2012) p. 59 et seq.

successiva fase di omologa qui in esame. Ai fini della stessa, infatti, il piano di riorganizzazione potrà essere approvato (i) da tutte le classi d'impaired creditors¹³⁷ (i.e. consensual plan approval) (ii) ovvero da almeno una delle stesse (i.e. non consensual plan approval).

Il risultato del procedimento di votazione è il momento cui far riferimento nel valutare se il piano possa essere omologato come consensual o non consensual, dando in tale ultima ipotesi il via, su istanza del proponente, all'applicazione della normativa del c.d. cram down statunitense.

Ai sensi della §1126(c) del BC si ritiene che un'impaired class abbia accettato il piano, quando i creditori titolari di claims pari ad almeno due terzi in ammontare, con più di metà in numero dei claims ammessi al voto in quella determinata classe, abbiano espresso voto favorevole sul piano. Riguardo alle classes of interest, ai sensi della §1126(d) del BC si ritiene invece che un'impaired class abbia accettato il piano quando i soci titolari di interests pari ad almeno due terzi in ammontare in quella determinata classe abbiano espresso voto favorevole sul piano¹³⁸.

Tenendo conto delle maggioranze di cui sopra si può determinare se nel percorso verso l'omologazione il piano dovrà essere conforme ai requisiti standard previsti

137 Stabilire se una classe sia impaired o unimpaired è essenziale ai fini della partecipazione degli stessi creditori alla votazione/omologazione del piano di riorganizzazione. Infatti, sussiste una presunzione assoluta di approvazione del piano da parte di creditori e soci i cui diritti patrimoniali nei confronti del debitore in Chapter 11 non siano stati alterati in alcun modo (in tal caso la disciplina della solicitation indicata in nota non troverebbe applicazione) (§1126(f) del BC). Nei casi in cui il piano alteri sia in senso migliorativo che peggiorativo i legal, equitable, or contractual rights di creditori e soci si sarà in presenza di una impaired class (sussiste una presunzione di rigetto del piano da parte di creditori e soci che ai sensi del piano non debbano ricevere alcun diritto/proprietà per la soddisfazione delle loro pretese (§1126(g) del BC). Viceversa la classe si riterrà unimpaired nel caso in cui tale alterazione non venga contemplata nel piano, ovvero lo stesso piano preveda di: (i) sanare un inadempimento (salvi i casi di cui alla § 365 (2) del BC) (ii) reintrodurre la maturity date originaria, pagare ogni danno causato dal ragionevole affidamento di creditori o soci in relazione al right to accelerate, o (iii) non modificare altrimenti i legal, equitable, or contractual rights di creditori e soci. In tal senso vedi *In re L & J Anaheim Associates*, 995, F.2d 940 (9th Cir. 1993); *In re Southeast Co.*, 868 F. 2d 335 (9th Cir. 1989).

138 *In re White Farm Equipment Co.*, 38 B.R. 718 (N.D. 1984). Il voto è esercitato dai creditori mediante sottoscrizione dell'Official Form inviata a seguito dell'approvazione del disclosure statement nelle modalità di cui alla §3017 e 3018 delle FRBP. Il modulo deve essere sottoscritto direttamente o tramite delegato autorizzato. Nei casi in cui più di un piano sia inviato ai titolari del diritto di voto ai sensi della §3017 FRBP saranno ammesse più votazioni per ciascun titolare. Qualora il soggetto titolare del diritto di voto abbia espresso più voti favorevoli sarà sua facoltà esprimere un ordine di preferenza tra i piani suddetti (§3018(c) FRBP).

per il consensual plan ai sensi della §1129(a) del BC, ovvero anche ai requisiti aggiuntivi previsti per il non consensual plan ai sensi della §1129(b) del BC¹³⁹.

A seguito della votazione da parte dei creditori, previa notifica da eseguirsi secondo la §2002 delle FRBP la Corte è chiamata a fissare la data del c.d. confirmation hearing¹⁴⁰, in cui si accerta se il piano soddisfa i requisiti suddetti. Le parties in interest possono depositare un'istanza di opposizione all'omologa entro un termine stabilito dalla Corte; si prevede inoltre che copia di ogni istanza di opposizione venga inviata dalla parte istante allo United States Trustee entro il suddetto termine previsto per il deposito delle istanze di opposizione (§3020(b) e §9014 FRBP; §1128 del BC)¹⁴¹ e notificata al debitore, trustee, proponente il

139 Rileva altresì il meccanismo di opposizione all'omologazione giudiziale del piano che, prima facie, non risulta coincidente con il sistema previsto ai sensi dell'ordinamento italiano in cui il cram down, è fondato sul rispetto di un criterio simile al "best interest test" d'oltreoceano (meglio descritto in seguito).

140 §3017 FRBP. Qualora la Corte lo ritenga necessario la pronuncia del decreto di omologazione può essere preceduta dalla previa apertura di un conto corrente bancario dedicato all'amministrazione/distribuzione delle somme secondo le modalità del piano (§3020(a) FRBP).

141 Durante l'udienza fissata dalla Corte a seguito della votazione (generalmente coincidente con il confirmation hearing), la Corte esercita, il potere di disconoscimento di un voto non determinato o esercitato in buona fede (§1126(e) del BC). A tal riguardo la Corte Suprema ha riconosciuto la sussistenza di mala fede a coloro:

"whose selfish purpose was to obstruct a fair and feasible reorganization in the hope that someone would pay them more than the ratable equivalent of their proportionate part of the bankrupt assets" [Young v. Higbee Company, 324 U.S. 204, 211 (1945)]. Di recente il problema si è manifestato nei casi di terzi o creditori che agiscano nel corso dell'exclusivity period, acquisendo i claims dagli altri creditori per ottenere controllo sul debitore e sostituire il proprio piano con quello del debitore medesimo. L'intento di perseguire un mero profitto è apparso alle Corti, illegittimo e non contiguo rispetto alla mera tutela dei diritti di creditore. In tal senso si veda In re Allegheny International, 118 Bankr. 282,289-90 (Bankr. W.D. Pa. 1990) in cui la Corte confermava la propria convinzione che l'acquirente potenziale avesse agito in mala fede ai sensi dell'§1126(e) del BC e decideva pertanto di disconoscere il voto del medesimo. In senso opposto vedi D. Baird, Elements of Bankruptcy, Foundation Press (2006), 272; In re Marin Town Center, 142 B.R. 374 (N.D. Cal. 1992). Sotto il profilo procedurale interessa specificare, in primo luogo, la natura dell'opposizione all'omologa, rappresentante un c.d. contested matter. Ai sensi della § 9017 FRBP, mediante rinvio ed applicazione della §43 delle Federal Rules of Evidence, ogni mozione (qualifica in cui rientra l'opposizione ad omologa – i.e. contested matter) su fatti non ancora emersi può legittimare la Corte all'acquisizione di tali prove, a sua discrezione, mediante testimonianza orale o affidavits (o dichiarazioni) (Mills v. Gergely, 110 F. 3d 1448 (9° Cir. 1997)). In secondo luogo, interessa rilevare l'approccio, talvolta restrittivo, delle Corti americane, per la revisione in appello di un decreto di omologazione del piano ex Chapter 11. In tal senso in In re Blumer, 66 B.R. 109, 113 (B.A.P. 9° Cir. 1986) la Corte precisava che "Effective relief is impossible if funds have been disbursed to persons who are not parties to the appeal or if failure of an objector to obtain a stay has permitted such a comprehensive change as to render it inequitable to consider the merits of the appeal" . Si veda inoltre In re Cont'l Airlines, 91 F. 3d 553, 565 (3° Cir. 1996) in cui la Corte rigettava l'istanza di appello poichè il piano risultava già ampiamente adempiuto, ed era pertanto impossibile ottenere un "effective relief" per l'appellante. Scarberry, Klee, Newton, Nickles, Business

piano, comitati, e ogni altra entità nominata dalla Corte.

Di seguito si illustreranno i requisiti che un piano di riorganizzazione¹⁴² deve soddisfare in fase di omologa, sia in caso di approvazione da parte di ogni classe di creditori impaired, che in caso di approvazione parziale a seguito del rigetto di talune classi di creditori impaired. A tal riguardo, non parrebbe poter mettersi in dubbio come l'ampio ruolo di garanzia affidato al giudice statunitense, da attuarsi mediante la verifica dei complessi requisiti di seguito indicati nell'ambito di una procedura di riorganizzazione, possa subire una modifica sostanziale nei casi di trasferimento aziendale ante-omologa in cui la Corte opera decisioni chiave in contesti di emergenza al fine (talvolta esclusivo) di massimizzare il going concern value. Nel recente passato, infatti, è apparso chiaramente come i requisiti di cui alla §1129 del BC - rappresentanti un presidio di garanzia imprescindibile in fase di omologa - non si siano dimostrati, come vedremo, altrettanto imprescindibili nell'ambito d'importanti casi relativi a complesse vendite aziendali ante-omologa (si veda sub-sezione 2.3).

In primo luogo occorre premettere che ogni Corte dovrà verificare che il piano di riorganizzazione approvato ai sensi del Chapter 11 soddisfi i requisiti previsti dal paragrafo 1 al paragrafo 16 della §1129(a) del BC.

Molti dei requisiti previsti sono considerati "boiler plate" ossia requisiti di routine che raramente sono oggetto d'istanze di opposizione da parte dei soggetti interessati, e pertanto non di rilievo nella fase dell'omologazione. Tuttavia, anche in assenza di opposizioni specifiche rispetto ai requisiti previsti, le Corti statunitensi richiedono talvolta che la sussistenza degli stessi venga comunque dimostrata. Esulando dallo scopo del presente elaborato, in questa sede non saranno esaminati analiticamente tutti i requisiti di cui alla §1129(a) del BC per i quali si rimanda alla casistica della giurisprudenza americana che ne ha offerto

Reorganization in Bankruptcy, Thomson West (2006) p. 799.

142 Rispetto alle previsioni obbligatorie e opzionali del piano si noti quanto prescritto dalle §1123 – 1127 del BC. Tra i contenuti obbligatori rientrano: la suddivisione in classi secondo quanto disposto dalla §1122, la previsione di un uguale trattamento all'interno delle classi, salvo consenso del singolo creditore (§ 1123(a)(4) del BC), la determinazione di modalità di esecuzione del piano.

una esaustiva trattazione¹⁴³.

In aggiunta alle c.d. “boiler plate provisions” le regole decisive cui la Corte deve guardare sono quelle relative alla verifica delle maggioranze richieste per l'omologa del piano. Queste sono fondamentali per determinare se si è in presenza di un consensual ovvero non consensual plan. La §1129(a)(8) del BC stabilisce che un piano si riterrà accettato qualora, con le maggioranze di cui alla §1126 del BC, ogni classe impaired di creditori o soci abbia approvato lo stesso piano, ovvero sia unimpaired. Nei casi in cui vi siano classi di creditori o soci impaired ai fini dell'omologa si richiede che almeno una classe di creditori o soci impaired abbia approvato il piano con le maggioranze suddette, con esclusione dei voti favorevoli da parte degli insiders (§1126(c) del BC)¹⁴⁴.

Tra i requisiti di maggior rilievo del c.d. boiler plate rilevano certamente quelli relativi alla compliance e alla buona fede. La compliance con le previsioni applicabili del BC attiene sia al piano che al proponente. In tal caso, si fa riferimento a violazioni delle previsioni riguardanti, inter alia¹⁴⁵, i contenuti essenziali e opzionali del piano enucleati nella §1123(a) e (b) del BC, i criteri di classificazione previsti ai sensi della §1122 del BC, 1123(a)(1) (4) del BC¹⁴⁶, la

143 Per un'analisi dettagliata dei requisiti di base previsti ai sensi della §1129 del BC si veda *In re Johns-Manville Corp.* 68 B.R. 618 (S.D.N.Y., 1986).

144 Per una definizione di insider vedi § 101(31) del BC che include: entities in control of the debtor. Il BC non specifica in quale momento il creditore debba considerarsi insider ai fini dell'esclusione dal conteggio del voto. Tuttavia la giurisprudenza maggioritaria ritiene che l'accettazione sia esclusa qualora il creditore risulti rivestire il ruolo di insider alla data del voto (in tale senso si veda *In re Gilbert*, 104 B.R. 206 (Bankr. W.D. Mo. 1989); *In re Patrician St. Joseph Partners Ltd. P'ship*, 169 B.R. 669, 679 n. 4 (D.Ariz. 1994).

145 Talvolta, oltre ai requisiti previsti dalla §1129(a) del BC i requisiti aggiuntivi di cui alle §1129(c) e (d) del BC trovano applicazione. La prima ipotesi si verifica nei casi in cui più di un piano sia stato presentato e risulti oggetto di valutazione dalla corte ai fini della omologazione. In questo caso la corte avrà facoltà di omologare solo un piano. Nella valutazione la corte avrà possibilità, ma non sarà vincolata dalle preferenze espresse dai creditori nelle Official Form utilizzate ai fini del voto (*In re Scharzmann*, 203 B.R. 919 (Bankr. E.D. Va. 1995). I requisiti previsti ai sensi della §1129(d) intervengono nei casi in cui una governmental unit come la SEC (Security and Exchange Commission) ovvero l'IRS (International Revenue Service) richiedano alla corte di non omologare il piano che risulti avere quale scopo principale la violazione della normativa federale (Securities Act del 1933, 15 U.S.C. §77e, ovvero l'elusione fiscale. Si noti che in questi casi l'onere della prova ricade sugli enti governativi.

146 In questo caso è possibile che le istanze di opposizione siano presentate prima dell'udienza di omologazione ai sensi della §3013 FRBP. Tuttavia, il soggetto istante generalmente preferisce procedere alla presentazione dell'istanza in sede di omologazione quando altri rilievi vengono mossi ed il momentum di valutazione per l'omologazione raggiunga il suo apice. *Scarberry, Klee*,

disclosure prevista ai sensi della §1125 del BC, il rifiuto di pagare le spese amministrative su ordine della Corte¹⁴⁷, ovvero l'utilizzo non autorizzato di cash collateral¹⁴⁸. Tuttavia è la stessa giurisprudenza statunitense che ha interpretato i casi in cui le violazioni di disposizioni codicistiche (§1129(a)(1)(2) del BC) presentino carattere non sostanziale come "harmless errors" e pertanto non ostative l'omologazione del piano¹⁴⁹.

La §1129(a)(3) del BC prevede che la proposizione del piano venga effettuata in buona fede (good faith requirement).

Tuttavia occorre rilevare che la prova dell'esistenza della buona fede può non essere necessaria nei casi in cui non siano state presentate opposizioni aventi a oggetto la medesima¹⁵⁰.

Il BC non prevede una definizione di buona fede. Questa però è stata oggetto di analisi da parte della giurisprudenza statunitense che ha mostrato interesse nel definire i contorni di un requisito quanto mai importante nella fase di omologazione¹⁵¹. Un orientamento uniforme della giurisprudenza statunitense ritiene soddisfatto il good faith requirement nei casi in cui il piano proposto persegua uno scopo legittimo e onesto, con ragionevoli probabilità di successo¹⁵².

Newton, Nickles, *Business Reorganization in Bankruptcy*, Thomson West (2006), p. 800.

147 *In re Midwestern Companies*, 55 B.R. 856, 863 (Bankr. W.D. Mo. 1985).

148 *Cothran v. United States*, 45 B.R. 836 (S.D. Ga. 1984).

149 *Supra*, *In re Johns-Manville Corp.* conferma tale orientamento. Si veda inoltre *In re Landing Assocs., Ltd.*, 157 B.R. 791 (Bankr. W.D. Tex. 1993, *In re Greate Bay Hotel & Casino, Inc.* 251 B.R. 213 (Bankr. D.N.J. 2000) in cui si esprime chiaramente l'orientamento suddetto secondo cui un'interpretazione letterale della §1129(a)(2) del BC condurrebbe a draconian results not intended by Congress.

150 Ai sensi della §3020(b)(2) FRBP: "[...] If no objection is timely filed, the court may determine that the plan has been proposed in good faith and not by any means forbidden by law without receiving evidence on such issues". Pertanto qualora non via siano istanze di opposizione, e la corte lo ritenga possibile, la prova non risulta essere necessaria. Nel caso in cui la prova sia richiesta, il proponente sosterrà l'onere di dimostrare, by a preponderance of the evidence, che il piano sia proposto in buona fede. *In re SM 104 Ltd.*, 160 B.R. 202 (Bankr. S.D. Fla. 1993).

151 Il termine "good faith" non viene definito nel del BC e nella legislazione ad esso relativa (*In re Am. Family Enters.*, 256 B.R. 377, 401 (D.N.J. 2000).

152 *In re Gen. Teamsters, Warehousemen & Helpers Union*, 265 F.3d 869 (9° Cir. 2001) in cui il requisito in esame è stato riscontrato nei piani di riorganizzazione "which satisfies the purposes of the Code, which include facilitating the successful rehabilitation of the debtor and maximizing the value of the estate"; *McCormick v. Banc One Leasing Corp.* (*In re McCormick*), 49 F. 3d 1524, (11° Cir. 1995) in cui la corte si riscontrava buona fede in presenza di "a reasonable likelihood that the plan will achieve a result consistent with the objectives and purposes of the Code.";). La giurisprudenza ha spesso precisato che nel contesto del piano la buona fede è elemento da valutare

Tuttavia orientamenti difformi hanno espresso visioni discordanti nel definire l'ambito di operatività del requisito in esame: talvolta estendendone la valutazione alla fase pre-concorsuale¹⁵³, ed in altri casi restringendone l'analisi alla fase

alla luce delle "totality of the circumstances" relative all'omologa del piano medesimo (In re T-H New Orleans Ltd. P'ship, 116 F.3d 790, 802 (5th Cir. 1997)), in particolare osservando che "The requirement of good faith must be viewed in light of the totality of circumstances surrounding establishment of a Chapter 11 plan, keeping in mind the purpose of the Bankruptcy Code to give debtors a reasonable opportunity to make a fresh start. Where the plan is proposed with the legitimate and honest purpose to reorganize and has a reasonable hope of success, the good faith requirement of § 1129(a)(3) is satisfied. A debtor's plan may satisfy the good faith requirement even though the plan may not be one which the creditors would themselves design and indeed may not be confirmable." Si sottolinea inoltre che la valutazione del requisito in esame è probabilmente guidata dal criterio della "fundamental fairness of the plan" (In re Coram Healthcare Corp., 271 B.R. 228 (Bankr. D. Del. 2001)).

153 Una parte rilevante della giurisprudenza ha affermato che l'analisi della "totality of the circumstances" vada limitata alla negoziazione, preparazione, e predisposizione del piano, e che la condotta pre-petition sia pertanto irrilevante. In re Valley View Shopping Ctr., L.P., 260 B.R. 10, 29 (Bankr. D. Kan. 2001) in cui chiaramente si osservava che "in determining whether a plan is proposed in good faith, the proper focus is on the debtor's postpetition conduct and on the plan itself, not on prepetition conduct"; In re Cellular Info. Sys., Inc., 171 B.R. 926, 945 (Bankr. S.D.N.Y. 1994) in cui si precisava che "The evaluation of good faith is not based on the plan proponents' behavior prior to the filing of the bankruptcy petition, but instead, in light of the totality of the circumstances surrounding confirmation."; In re Kemp, 134 B.R. 413, 414 (Bankr. E.D. Cal. 1991) in cui la corte riscontrava "that when determining whether a plan is proposed in good faith, the court does not question good faith at the time of the filing the debtor's petition, but rather at the time the plan is filed"; In re Gen. Homes Corp., 134 B.R. 853, 862 (Bankr. S.D. Tex. 1991) in cui si precisava che "The evaluation of good faith is not based on the plan proponents' behavior prior to the filing of the bankruptcy petition. It is only based on the plan and its acceptance."; In re Computer Optics, Inc., 126 B.R. 664, 666 n.1 (Bankr. D.N.H. 1991) in cui la corte rilevava che "debtor's prepetition breach of contractual arrangements by continuing to draw down on a line of credit while discontinuing the transmittal of receivable collections to the bank would not constitute, as a matter of law, a lack of good faith for purposes of § 1129(a)(3)". In senso estensivo si veda In re Natural Land. Corp., 825 F. 2d 296, 298 (11° Cir. 1987) in cui si osservava che "[i]t seems unquestionable to us that the taint of a petition filed in bad faith must naturally extend to any subsequent reorganization proposal; thus, any proposal submitted by a debtor who filed its petition in bad faith would fail to meet § 1129's good faith requirement."; altre Corti hanno ritenuto possibile estendere l'ambito di operatività del requisito di buona fede previsto dalla §1129(a)(3) del BC; in tal senso si veda In re Univ. Commons, L.P., 200 B.R. 255, 259 (Bankr. M.D. Fla. 1996), reconsideration denied, 204 B.R. 80 (Bankr. M.D. Fla. 1996) in cui si osservava che "The possibility of a successful reorganization cannot transform a bad faith filing into one undertaken in good faith."; Univ. Creek Plaza, Ltd. v. N.Y. Life Ins. Co. (In re Univ. Creek Plaza, Ltd.), 176 B.R. 1011, 1020 (S.D. Fla. 1995) in cui la corte rilevava che "Moreover, the Court correctly held that University's plan could not meet the good faith requirement set forth in 11 U.S.C. § 1129(a)(3) since it was determined that University's petition was filed in bad faith."; In re SM 104 Ltd., 160 B.R. 202, 244 (Bankr. S.D. Fla. 1993) precisava che l'estensione dell'analisi alla fase prepetition fosse ammissibile solo qualora "that conduct is relevant to show a desire on the part of the debtor to 'use bankruptcy procedures to avoid paying a debt rather than for rehabilitation."; In re Mortgage Inv. Co. of El Paso, 111 B.R. 604, 611 (Bankr. W.D. Tex. 1990) in cui si osservava che "in determining the good faith of a plan, the court may consider a debtor's pre-filing conduct as well as the feasibility of the plan itself". In senso restrittivo vedi In re Seatco, 257 B.R. 469, 480 (Bankr. N.D. Tex. 2001).

successiva al deposito della bankruptcy petition¹⁵⁴.

Ulteriore aspetto nel quale l'orientamento giurisprudenziale non appare uniforme nel determinare la sussistenza o meno del requisito in esame riguarda i casi in cui il debitore proponga un piano con lo scopo primario se non esclusivo di trarre un vantaggio dall'applicazione di una previsione del BC. Il 9° distretto d'appello ha ritenuto che l'utilizzo della §1124(2) al fine di curare un inadempimento ed evitare il pagamento di interessi post petition al tasso di interesse di default non rappresenta per se una condotta di bad faith. *Platinum Capital Inc. v. Sylmar Plaza, L.P.*, 314 F.3d. 1070, 1075 (9° Cir. 2002). In senso opposto il 3° distretto d'appello secondo cui un debitore solvente che abbia omologato un piano che includeva la previsione di risoluzione di un contratto di locazione immobiliare, in cui il debitore era locatario dell'immobile, solo per trarre vantaggio dal cap sui danni previsto ai sensi della §502(b)(6), senza alcun intento reale di riorganizzazione dell'impresa (*In re Integrated Telecom Express, Inc.*, 384 F.3d 108, 112 (3° Cir. 2004)).

154 Tra le c.d. boiler plate provisions si ricordano di seguito:

Pre-Approvazione di Pagamenti per Servizi e Spese

Il disposto di cui alla §1129(a)(4) del BC prevede che tutti i pagamenti inerenti a servizi o spese sostenute in relazione al piano debbano essere resi noti ed approvati dalla Corte secondo il criterio di ragionevolezza. Ciò è risultato particolarmente gravoso nei casi in cui il piano sia proposto da un creditore. In tali ipotesi, infatti, sarebbero oggetto di esame anche: (i) i compensi degli amministratori nella formula del success fee ovvero del confirmation bonus; saranno oggetto dell'esame anche i compensi percepiti in una fase post-omologazione ed (ii) i compensi stabiliti in favore dei legali e consulenti degli stessi creditori che dovrebbero pertanto essere resi noti e in ultimo approvati dalla Corte, offrendo una leva negoziale consistente al debitore ed a chiunque intenda opporsi all'omologazione del suddetto piano (si veda *inter alia*, *In re Big Rivers Elec. Corp.*, 355 F.3d 415, 439 (6° Cir. 2004); *In re Hendrick*, 45 B.R. 976, 985 (Bankr. MD. La. 1985).

Disclosure ed Approvazione di Amministratori e Dirigenti

Il disposto di cui alla §1129(a)(6) del BC prevede, a pena di rigetto dell'omologazione, che i nomi di amministratori e dirigenti dell'impresa debitrice siano resi noti ed approvati dalla Corte ove ritenuti consistent with gli interessi dei creditori e dei soci e con l'ordine pubblico. Oltre ai suddetti dati si richiede la comunicazione degli accordi di retribuzione applicabili in fase post omologazione (*M.S.M. & Assocs.* 104 B.R. 312 (Bankr. D. Haw. 1989)).

Piano Assistenza Pensionati (Retiree Insurance Benefits Protected)

Il disposto di cui alla §1129(a)(13) richiede che il piano preveda la continuazione di ogni assistenza medica, chirurgica, e ospedalizzazione o assistenza in caso di malattia, incidenti, disabilità, e morte dei pensionati come definiti alla §1114 del BC. Tuttavia è possibile derogare a tale requisito nel caso in cui il debitore ed il rappresentante dei soggetti interessati raggiungano un accordo di modifica che contempra un trattamento giusto ed equo per tutti i soggetti interessati. Appare ovvio in questa ipotesi che non si è in presenza di un requisito di omologazione bensì di una previsione obbligatoria del piano di riorganizzazione (§1123 del BC) che dovrà essere inserita nei casi in cui esistano tali tipi di piani pensionistici.

Cessione dei Beni in Conformità alle Non Bankruptcy Laws

Trattasi di un requisito previsto dalla §1129(a)(16) del BC relativamente ai trasferimenti di beni disposti dal piano relativi a riorganizzazioni di società o trust che non sono "moneyed, business, or commercial corporation or trust". Tali trasferimenti dovranno essere conformi alla normativa extra-fallimentare specificamente disposta per questo tipo di soggetti giuridici. In particolare, questo requisito trova un ruolo fondamentale nei casi di riorganizzazione di ospedali, ovvero di organizzazioni no profit che ai fini dell'omologa del piano dovranno preventivamente rispettare le regole procedurali eventualmente previste per questo genere di trasferimenti, come per esempio la preventiva notifica della vendita all'attorney general, che potrà opporsi in sede di omologa innanzi alla Corte procedente (*Miller, Chapter 11 and Business Bankruptcy Amendments*, in *Understanding the radical Bankruptcy Code Changes 1, 16.17* (Comm.'l League of Am., 2005)).

Soddisfazione dei creditori e Priorities - Trattamento

La §1129(a)(9) del BC stabilisce il trattamento che il piano deve prevedere per tre diverse

Tra i requisiti piu' rilevanti in sede di omologa rilevano quelli aventi natura finanziaria.

L'analisi degli aspetti relativi alla sostenibilità del piano ed al trattamento economico ivi previsto è disciplinata all'interno delle §1129(a)(7) e §1129(a)(11) del BC (i cosiddetti best interest test e feasibility test). I requisiti previsti in tali disposizioni sono fondamentali per la strutturazione del piano, incidendo profondamente sulle probabilità di successo ed approvazione del piano stesso da parte dei creditori.

Il best interest test, disciplinato nella §1129(a)(7) del BC, rappresenta la soglia minima di garanzia per la tutela di creditori dissenzienti appartenenti ad una classe che abbia votato in favore di un piano di riorganizzazione. Infatti, stante le maggioranze previste dalla §1126 del BC, non appare inverosimile che nonostante minoranze anche consistenti votino contro l'approvazione, la classe impaired cui queste appartengano sia ritenuta ai fini del voto come classe accettante¹⁵⁵.

categorie di priority claims. La §1129(a)(9)(A) del BC dispone il trattamento per le spese amministrative aventi priorità ai sensi della §507(a)(2) e 507(a)(3) del BC, per le quali si dovrà procedere alla soddisfazione mediante pagamento integrale alla data del piano, salvo consenso ad un diverso trattamento da parte degli stessi creditori interessati. Tali categorie di claims inoltre non sono suddivisibili in classi ai sensi della §1124 del BC.

Il trattamento indicato alla §1129(a)(9)(B) del BC per la seconda categoria di priority claims concerne il trattamento delle priorities così come definite alle §507(a)(1)(4)(5)(6)(7) del BC. I titolari di tali crediti possono essere suddivisi in classi ed in caso di impairment sono ritenuti titolari del diritto di voto sul piano. Il trattamento di questi creditori è di essere soddisfatti integralmente il giorno del piano. Tuttavia nel caso in cui gli stessi creditori siano suddivisi in classi la Corte può procedere all'omologazione del piano a condizione che i pagamenti dilazionati previsti dallo stesso piano abbiano un present value pari all'ammontare del priority claim "insinuato" (si veda, inter alia, *United States v. Camino Real Landscape Main. Contractors Inc.* 818 F.2d 1503, 1508 (9° Cir. 1987); *Scarberry, Klee, Newton, Nickles, Business Reorganization in Bankruptcy*, Thomson West (2006) p. 807) ; tali creditori avranno comunque diritto di ottenere l'intero ammontare del credito "insinuato" mediante pagamento degli interessi.

La §1129(a)(9)(C) del BC prevede il trattamento minimo per i crediti tributari aventi priorità ai sensi della §507(a)(8) del BC. Si richiede un pagamento integrale alla data del piano ovvero differito con espressa previsione di interessi nella misura di cui alla §511 del BC. I titolari di tali crediti non sono suddivisibili in classi e non hanno diritto al voto del piano. Pertanto nella prassi sono molti i piani che prevedono un pagamento dilazionato con applicazione degli interessi senza necessità di previo consenso dell'Agenzia delle Entrate statunitense (e senza che il creditore possa partecipare al voto del piano).

¹⁵⁵ La norma dispone che:

"(7) With respect to each impaired class of claims or interests—

(A) each holder of a claim or interest of such class—

(i) has accepted the plan; or

(ii) will receive or retain under the plan on account of such claim or interest property of a value, as

Nella norma suindicata, lo scopo è di accertare che i creditori dissenzienti appartenenti a classi impaired favorevoli al piano ricevano “at least as much as they would receive in a liquidation of the debtor”. Si tratta di un’analisi riguardante ogni singolo creditore dissenziente per il quale si dovrà prevedere un trattamento minimo calcolabile mediante riferimento ai valori di liquidazione di cui al Chapter 7, assicurando allo stesso creditore “to receive or retain under the plan on account of such claim or interest property of a value, as of the effective date of the plan, that is not less than the amount that such holder would so receive or retain if the debtor were liquidated under chapter 7”¹⁵⁶.

Come detto la garanzia minima del best interest test è tale poiché dovrà essere soddisfatta dal piano anche nel caso di una sua approvazione consensuale da parte di tutte le classi coinvolte nella votazione. Infatti, qualora almeno una delle classi partecipanti alla votazione rigetti la proposta di riorganizzazione si rientrerebbe “automaticamente” nella più estensiva fattispecie del cram down, con dei requisiti di garanzia ulteriori che dovrebbero essere accertati dal giudice nel corso della fase di omologazione. Rimane pertanto una differenza sostanziale rispetto alla fattispecie italiana nella quale il best interest test è elemento esterno e ulteriore rispetto al piano e attivabile dai creditori facenti parte di classi dissenzienti; stando alla lettura dell’articolo 180 della l.fall. infatti è necessario che per promuovere l’omologa mediante uso del cram down i creditori presentino apposita istanza di opposizione¹⁵⁷. Un meccanismo assimilabile al best interest test statunitense, è

of the effective date of the plan, that is not less than the amount that such holder would so receive or retain if the debtor were liquidated under chapter 7 of this title on such date; or
(B) if section 1111 (b)(2) of this title applies to the claims of such class, each holder of a claim of such class will receive or retain under the plan on account of such claim property of a value, as of the effective date of the plan, that is not less than the value of such holder’s interest in the estate’s interest in the property that secures such claims.”

156 Vedi, inter alia, In re Dow Corning Corp., 237 B.R. 380 (Bankr. E.D. Mich. 1999) in cui il piano oggetto di omologa prevedeva in favore dei creditori chirografari il pagamento post petition dei tassi di interesse di cui al 28 U.S.C. (1961)(a). In tale ipotesi il riferimento normativo primario deriva dal Chapter 7 ai sensi del quale qualora il debitore risulti, solvent on a liquidation basis, il creditore chirografario avrebbe diritto al riconoscimento di interessi post petition ex §726(a)(5). Applicato al Chapter 11, come nel caso di specie, determina che qualora il piano di riorganizzazione sia presentato da un debitore, solvent on a liquidation basis, al fine di rispettare il best interest test il piano dovrà prevedere che ai creditori chirografari siano riconosciuti anche gli interessi post petition suddetti.

157 L’articolo 180 della l.fall. dispone che:

pertanto criterio guida del cram down italiano, in cui l'accertamento giudiziale, su istruttoria di parte o d'ufficio, è eseguito nel caso in cui siano avanzate opposizioni all'omologa del piano concordatario da parte di singoli creditori appartenenti a classi dissenzienti (ovvero a singoli creditori rappresentanti almeno il 20% dell'attivo "insinuato" in caso le classi non siano state create – ipotesi quest'ultima non rinvenibile nel sistema statunitense) e non di creditori dissenzienti appartenenti a classi consenzienti come invece accade nel sistema statunitense.

Il fulcro del best interest test statunitense ruota attorno al potere riconosciuto in capo alla Corte di valutare e comparare il c.d. present value of deferred payments che i creditori ricevono nell'esecuzione di un piano di riorganizzazione rispetto a quanto avrebbero diritto di percepire in caso di liquidazione fallimentare. Tale analisi ha quale riferimento temporale l'effective date of the plan. Ai sensi della §1141(a) del BC, salvo sia diversamente previsto dal piano o dal decreto di omologa, l'effective date of the plan è la data dell'omologa in cui il piano diviene vincolante per creditori e debitore. Pur essendo possibile prevedere una data specifica, il proponente dovrà comunque scegliere una data che intervenga in un tempo ragionevole dall'omologa del piano¹⁵⁸.

Solo una volta definita l'effective date of the plan la Corte potrà accertare che i deferred payments previsti ai sensi del piano abbiano un present value alla stessa data almeno pari a quanto i creditori avrebbero diritto di percepire nell'ambito di una liquidazione ex Chapter 7. Tale operazione richiede la determinazione di un tasso di sconto specifico per ogni credito. Occorre rilevare altresì che quest'analisi avverrà per creditori dissenzienti sia privilegiati che chirografari. Nella generalità dei casi le secured classes sono costituite da singoli creditori garantiti da

“Se sono state proposte opposizioni, il Tribunale assume i mezzi istruttori richiesti dalle parti o disposti di ufficio, anche delegando uno dei componenti del collegio. Nell'ipotesi di cui al secondo periodo del primo comma dell' articolo 177 se un creditore appartenente ad una classe dissenziente ovvero, nell'ipotesi di mancata formazione delle classi, i creditori dissenzienti che rappresentano il 20 per cento dei crediti ammessi al voto, contestano la convenienza della proposta, il Tribunale può omologare il concordato qualora ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili”.

¹⁵⁸ In re Rolling Green Country Club, 26 B.R. 729, 735 (Bankr. D. Minn., 1982).

specifiche garanzie reali (collateral). Nel caso questi approvino il piano, il best interest test non troverà applicazione. Tuttavia nel caso in cui i creditori all'interno delle classi impaired consenzienti rigettino il piano, ovvero si astengano dal votare il medesimo, la §1129(a)(7) del BC ed il relativo accertamento giudiziale del best interest test troverà applicazione¹⁵⁹.

Altro requisito di natura finanziaria è il feasibility test (test di fattibilità). Ciò che si richiede al giudice è di effettuare una valutazione prognostica accertando che l'omologazione del piano "is not likely to be followed by the liquidation, or the need for further financial reorganization of the debtor or any other successor to the debtor under the plan"¹⁶⁰.

Lo scopo dell'accertamento della fattibilità è di "prevent confirmation of visionary schemes which promise creditors and equity-security holders more under a proposed plan than the debtor can possibly attain after confirmation"¹⁶¹.

La Corte ha pertanto un obbligo di "scrutinize a plan to determine whether it is feasible".¹⁶² Nel procedere all'analisi di fattibilità la Corte fonda il proprio giudizio su circostanze obiettive cercando di carpire le probabilità di successo del piano¹⁶³. Ciò pertanto prescinde dal riscontro di elementi quali la sincerità, onestà,

¹⁵⁹ Si può ritenere che lo standard previsto per l'accertamento del best interest test sia sovrapponibile a quanto previsto dal fair and equitable test applicabile in caso di cram down dalla §1129(b)(2)(A) del BC ed avente ad oggetto il riconoscimento in capo alla dissenting class del diritto di ricevere pagamenti almeno pari al present value del credito. Contrariamente a quanto sopra, interessa rilevare che talune pronunce hanno considerato accettanti le classi in cui nessun creditore abbia votato, con conseguente applicazione del solo best interest test. In tal senso vedi *Bell Road. Inv. Co v. M. Long Arabians*, 103 B.R. 211 (B.A.P. 9° Cir. 1989).

¹⁶⁰ §1129(a)(11) del BC: "Confirmation of the plan is not likely to be followed by the liquidation, or the need for further financial reorganization, of the debtor or any successor to the debtor under the plan, unless such liquidation or reorganization is proposed in the plan."

¹⁶¹ *In re Pizza of Hawaii, Inc.* 761 F.2d. 1374, 1382 (9° Cir. 1985). *In re Bowman*, 253 B.R. 233, 238-39 (8° Cir. BAP 2000); *Berkeley Fed. Bank & Trust v. Sea Garden Motel & Apts. (In re Sea Garden Motel & Apts.)*, 195 B.R. 294, 304 (D.N.J. 1996) (che cita *In re Trail's End Lodge*, 54 B.R. 898, 903-04 (Bankr. D. Vt. 1985)); *In re Sound Radio, Inc.*, 93 B.R. 849, 855 (Bankr. D.N.J. 1988).

¹⁶² *In re Treasure Bay Corp.*, 212 B.R. 520, 547 (Bankr. S.D. Miss. 1997) (che cita *In re Lakeside Global Vill. II, Ltd.*, 116 B.R. 499, 506 (Bankr. S.D. Tex. 1989)).

¹⁶³ L'interpretazione del termine "feasible" da parte della giurisprudenza sembra essere riconducibile al significato ordinario – qualcosa che si ha la possibilità di eseguire. Esso pertanto non assume alcuna connotazione volta ad assicurare in modo certo il successo del piano, bensì una mera rassicurazione che il piano abbia ragionevoli possibilità di essere eseguito. In tal senso vedi *Miller v. Nauman (In re Nauman)*, 213 B.R. 355, 358 (9° Cir. BAP 1997); *Kane v. Johns-Manville Corp. (In re Johns-Manville Corp.)*, 843 F.2d 636, 649 (2° Cir. 1988) in cui si precisava che il

volontà, ovvero promesse del proponente o dei soggetti coinvolti le quali, secondo la giurisprudenza maggioritaria, non costituiscono basi sufficienti per sostenere che il piano soddisfi il requisito di fattibilità¹⁶⁴. Pertanto, è esclusivamente sulla base dei dati e delle evidenze raccolte che la Corte dovrà effettuare un giudizio prognostico di sostenibilità dei pagamenti previsti dal piano¹⁶⁵.

E' interessante constatare come l'onere della prova ricada sul proponente, il quale dovrà dimostrare la sussistenza di una ragionevole probabilità di successo del piano. In *In re Patrician St. Joseph Partners Ltd. P'ship* la Corte precisava che:

"The debtor need not establish at confirmation that all of the proposed payments to creditors will, in fact, be received. The debtor need only establish by a preponderance of evidence that there is a reasonable probability that it can make the required payments pursuant to the terms of the Plan."¹⁶⁶

Come sopra evidenziato e confermato dalla giurisprudenza maggioritaria, il rispetto dei requisiti di cui sopra ex § 1129(a) del BC dovrà essere provato secondo

"Success need not be guaranteed."; *Acequia v. Clinton* (In re *Acequia*), 787 F.2d 1352, 1364 (9° Cir. 1986); *Prudential Ins. Co. v. Monnier* (In re *Monnier Bros.*), 755 F.2d 1336, 1341 (8° Cir. 1985); *In re Am. Family Enters.*, 256 B.R., 404-05; *Hobson v. Travelstead* (In re *Travelstead*), 227 B.R. 638, 650-51 (D. Md. 1998); *Beal Bank, S.S.B. v. Way Apts., D.T.* (In re *Way Apts., D.T.*), 201 B.R. 444, 453 (N.D. Tex. 1996); *Crestar Bank v. Walker* (In re *Walker*), 165 B.R. 994, 1004 (E.D. Va. 1994); *In re M & S Assocs., Ltd.*, 138 B.R. 845 (Bankr. W.D. Tex. 1992); *In re Drexel Burnham Lambert Group, Inc.*, 138 B.R. 723 (Bankr. S.D.N.Y. 1992); *In re Kemp*, 134 B.R. at 416; *In re E.I. Parks No. 1 Ltd. P'ship*, 122 B.R. 549 (Bankr. W.D. Ark. 1990). La suddetta interpretazione è stata infatti confermata dalla Corte Suprema in *United Sav. Ass'n v. Timbers of Inwood Forest Assoc., Ltd.*, 484 U.S. 365 (1988) in cui si osservava che il requisito in esame risulterà soddisfatto benché vi fosse solo "a reasonable possibility of successful reorganization within a reasonable time" ovvero, che vi fosse riscontro di un "reasonable prospect for financial stability and success." *Corestates Bank, N.A. v. United Chem. Tech., Inc.*, 202 B.R. 33, 45 (E.D. Pa. 1996).

¹⁶⁴ In tal senso *Clarkson v. Cooke Sales & Serv. Co.* (In re *Clarkson*), 767 F.2d 417, 420 (8th Cir. 1985); *In re Investors Fla. Aggressive Growth Fund, Ltd.*, 168 B.R. 760, 765 (Bankr. N.D. Fla. 1994); *In re Lakeside Global Vill. II, Ltd.*, 116 B.R. at 507; *In re Cheatham*, 78 B.R. 104 (Bankr. E.D.N.C. 1987), *aff'd*, 91 B.R. 377 (E.D.N.C. 1988); *In re Snider Farms, Inc.*, 83 B.R. 1003, 1014 (Bankr. N.D. Ind. 1988). Alla luce di ciò appare chiaro come la corte debba evitare qualsiasi giudizio fondato su promesse ingiustificate o altamente rischiose, constatando la sussistenza del requisito sulla base degli elementi di prova presentati (*Pan Am Corp. v. Delta Air Lines, Inc.*, 175 B.R. 438, 508 (S.D.N.Y. 1994).

¹⁶⁵ *In re Snider Farms, Inc.*, 83 B.R. at 1006. *Former Frontier Pilot Litig. Steering Comm., Inc. v. Frontier Airlines, Inc.* (In re *Frontier Airlines*), 117 B.R. 588 (D. Colo. 1990) in cui si osservava che "A plan will not be confirmed where, for example, there is no realistic possibility of an effective reorganization and the Debtor is merely seeking to delay the efforts of creditors to enforce their rights."

¹⁶⁶ 169 B.R. 669, 682 (D. Ariz.) 1994.

il criterio della preponderance of evidence¹⁶⁷.

Occorre inoltre definire meglio l'ambito di operatività del requisito in esame che non si limita alla valutazione dei piani di riorganizzazione. Infatti, la proposta di un piano avente mero contenuto liquidatorio tramite implementazione di procedure di cessione degli assets non è esente dalla valutazione della Corte ai sensi della §1129(a)(11) del BC. In *In re Holmes*¹⁶⁸ la Corte rigettava l'omologazione e l'istanza del debitore proponente, il quale riteneva che, prevedere espressamente nel piano una liquidazione eventuale del debitore, attivabile qualora la riorganizzazione del medesimo non avesse avuto successo, avrebbe reso il piano "feasible as a matter of law". La Corte in particolare precisava che "[w]ere we to do so, a bankruptcy court would be required to find that even the most implausible of reorganization plans is feasible so long as the plan provided that the debtor would liquidate if the plan failed".

Trattandosi di un'analisi prognostica della fattibilità/sostenibilità del piano fondata su circostanze obiettive, il giudizio case-by-case¹⁶⁹ delle Corti avviene frequentemente in base ai seguenti fattori: (i) la situazione economica del debitore pre petition¹⁷⁰, (ii) l'adeguatezza della struttura del capitale e la capacità di

167 Vedi, *In re Briscoe Enters. Ltd.*, II, 994 F. 2d 1160, 1163-65 (5° Cir.) in cui la corte precisava che il criterio della preponderance of evidence è lo standard applicabile anche qualora la verifica dei requisiti di cui al §1129(a) del BC avvenisse nell'ambito di un cram down. Per una disamina del contrasto giurisprudenziale esistente in relazione allo standard da utilizzare in caso di prova dei requisiti di cui alla §1129(a) del BC sia per l'omologazione dei consensual plan che dei non consensual plan si veda Scarberry, Klee, Newton, Nickles, *Business Reorganization in Bankruptcy*, Thomson West (2006) p. 808.

168 301 B.R. 911, 914-915 (Bankr. M.D. Ga. 2003).

169 *In re Georgetown Ltd.*, 209 B.R. 763 (Bankr. M.D. Ga. 1997); *Danny Thomas Props. II Ltd. v. Partnership Beal Bank, SSB*, 241 F.3d 959 (8° Cir. 2001); *Christopher v. Kendavis Holding Co.*, 249 F.3d 383 (5° Cir. 2001). Per uno studio empirico in materia di applicazione del feasibility test dalle Corti cfr., L. LoPucki, S. D. Kahn, *The failure of Public Company Bankruptcies in Delaware and New York: Empirical Evidence of a "Race to the Bottom"*, 54 *Vand. L. Rev.* 231 (2001).

170 La situazione economica passata ovvero mostrata nel corso della procedura assume maggiore rilievo probatorio qualora il finanziamento del piano proposto sia fondato integralmente o parzialmente sulle stime dei ricavi provenienti dall'attività d'impresa del reorganized debtor. In *Eastland Partners, L.P.*, 149 B.R. 105, 108 (Bankr. E.D. Mich. 1992); In *re Hobble-Diamond Cattle Co.*, 89 B.R. 856 (Bankr. D. Mont. 1988); In *re Canal Place Ltd. P'ship*, 921 F.2d, 579 ("Debtor's prior performance is probative of the feasibility of any plan of reorganization.[...]"); *Am. Network Leasing, Inc. v. Apex Pharm., Inc. (In re Apex Pharm., Inc.)*, 203 B.R. 432, 443 (N.D. Ind. 1996); In *re Merrimac Valley Oil Co., Inc.*, 32 B.R. 485 (Bankr. D. Mass. 1983); In *re Stuart Motel, Inc.*, 8 B.R. 48 (Bankr. S.D. Fla. 1980) in cui la corte osservava che il "plan not feasible when debtor had no current cash flow"; In *re Trevarrow Lanes, Inc.*, 183 B.R. 475, 482 (Bankr.

ottenere credito¹⁷¹, (iii) prospettive di ricavi dell'impresa¹⁷² (inclusa la redditività

E.D. Mich. 1995) (“plan not feasible where debtor had never earned projected net income”); In re SM 104 Ltd., 160 B.R., 235-36 (“denying confirmation where debtor's prior financial performance would not support future payment of balloon payment”); In re Wester, 84 B.R. 770 (Bankr. N.D. Fla. 1988) (“plan not feasible where debtors are currently spending more on monthly basis than they earn”); In re Townco Realty, Inc., 81 B.R. 707 (Bankr. S.D. Fla. 1987) (“debtor failed to meet projected cash flow in 3 of past 4 months”); In re Agawam Creative Mktg. Assocs., Inc., 63 B.R. 612 (Bankr. D. Mass. 1986) (“debtor did not have track record demonstrating profitable operations over even five-year period”).

171 La rilevanza della struttura del capitale, correlata all'affidabilità e capacità del debitore di ottenere credito costituisce un altro elemento di criticità nella valutazione di fattibilità. In In re Timber Tracks, Inc., 70 B.R. 773 (Bankr. D. Mont. 1987), il debitore risultava in grado di provare la fattibilità del piano dimostrando di possedere: (i) soci disponibili ad effettuare versamenti in conto capitale; (ii) terreni disponibili alla vendita; e (iii) adeguato management con stime di ricavi sufficienti al finanziamento del piano. Secondo la corte, la possibilità di ottenere prontamente versamenti in conto capitale era un aspetto fondamentale nell'accertamento della fattibilità. Si veda inoltre In re Global Ocean Carriers Ltd., 251 B.R. 31, 46 (Bankr. D. Del. 2000) (“finding plan feasible where post-petition lender issued a commitment letter but had not finalized documentation”); In re Main Road Props., Inc., 144 B.R. 217, 219 (Bankr. D.R.I. 1992) (“financing commitments were sufficient to establish feasibility of plan”); In re Westpark Vill. Apartments of Douglas County, Ltd., 133 B.R. 894 (Bankr. S.D. Ohio 1991) (“funds made available by general and limited partners and operating history of apartment complex demonstrated capability to fund plan”); In re Apex Oil Co., 118 B.R. 683, 708 (Bankr. E.D. Mo. 1990); In re 222 Liberty Assocs., 108 B.R. 971 (Bankr. E.D. Pa. 1990); In re Ralph C. Tyler, P. E., P.S., Inc., 156 B.R. 995, 997 (Bankr. N.D. Ohio 1993) (“plan did not meet feasibility requirement where plan provided for exit financing but debtor provided no evidence of any commitment to provide such financing”).

Infine qualora la continuità del debitore dipenda dall'esecuzione di una fusione con un'altra società, la suddetta fusione dovrà essere inserita all'interno del piano. In caso contrario il requisito di fattibilità che prevede di accertare che il debitore non sarà nuovamente oggetto di "further financial reorganization" di cui alla § 1129(a)(11) del BC non risulterebbe soddisfatto (in tal senso si veda, In re Spirited, Inc., 23 B.R. 1004 (Bankr. E.D. Pa. 1982).

172 Pertanto dovrà esservi evidenza del cash flow futuro per finanziare il piano e mantenere la continuità aziendale, ove questa sia prevista. Canal Place Ltd. P'ship v. Aetna Life Ins. Co. (In re Canal Place Ltd. P'ship), 921 F.2d 569, 579 (5° Cir. 1991); S&P, Inc. v. Pfeifer, 189 B.R. 173, 186 (N.D. Ind. 1995). La documentazione finanziaria richiesta dalle Corti è generalmente molto dettagliata e include evidenza delle proiezioni realisticamente attendibili sui flussi di ricavi dell'impresa; in tal senso si veda In re Cajun Elec. Power Co-op., Inc., 230 B.R. 715, 727 (Bankr. M.D. La. 1999) (“noting that section 1129(a) compels the court to require sufficient documentation”); In re Snider Farms, Inc., 83 B.R. at 1011-12 (“[T]he Code imposes upon the Court the responsibility to determine whether the requirements of § 1129(a) have been met even if no objections have been asserted; and although discharging this responsibility does not entail investigation of the Debtor, it does require the Court to require the Debtor to provide sufficient documentation and to ask appropriate questions.”); In re Great Nw. Recreation Ctr., Inc., 74 B.R. 846, 852 (Bankr. D. Mont. 1987); In re Schriock Constr., Inc., 167 B.R. 569, 576-77 (Bankr. D.N.D. 1994); In re M & S Assocs., Ltd., 138 B.R., 851; In re Sound Radio, Inc., 93 B.R., 855; In re Hobble-Diamond Cattle Co., 89 B.R., 858 (“speculative, conjectural or unrealistic predictions cannot be used in making determination as to feasibility of plan of reorganization; debtor must provide factual support for any income and expense projections”).

Tuttavia come da certo orientamento giurisprudenziale l'attendibilità delle proiezioni sui ricavi non deve condurre a valutazioni eccessivamente (ed ingiustificatamente) negative dei suddetti dati in termini di fattibilità; in tal senso si veda In re T-H New Orleans Ltd. P'ship, 116 F.3d at 802; In re W. Real Estate Fund, Inc., 75 B.R. 580 (Bankr. W.D. Okla. 1987). Quanto richiesto è invece una

di attività secondarie) (iv) le condizioni economiche¹⁷³, (v) le capacità degli amministratori e di coloro i quali avranno probabilmente poteri gestori dopo l'omologazione del piano¹⁷⁴, (vi) il periodo in cui il debitore dovrà effettuare i

lettura attenta e conservativa dei dati in possesso al momento della valutazione; In re Acequia, 787 F.2d, 1364-65 (“finding feasibility where debtor presented both “best” and “conservative” case predictions”); In re Guilford Telecasters, Inc., 128 B.R., 627-28 (“plan providing for balloon payment was feasible, as past performance and future projections demonstrated debtor could realistically carry out its financial commitments”); In re Computer Optics, Inc., 126 B.R. 667-68; In re Cheatham, 91 B.R. 377 (E.D.N.C. 1988) (“debtor's seasonal farm earnings consistent with projections under plan”); In re Henke, 90 B.R. 451 (Bankr. D. Mont. 1988) (“debtor estimated crop income at levels below actual past sales, and expense projections were based on historic patterns”); In re Cheatham, 91 B.R., 379 (“projections of farm income are for the most part totally speculative”); In re Hobbie-Diamond Cattle Co., 89 B.R., 858 (“plan not feasible where debtor failed to show enough profit to fund plan until assets could be sold to satisfy creditors”); In re Cherry, 84 B.R., 138-39 (“plan payments based on anticipated recovery on personal injury suit too speculative to support feasibility finding”); In re 1000 Int'l Bldg. Assoc., Ltd., 81 B.R. 125 (Bankr. S.D. Fla. 1987) (“debtor's projections of rental income from sole asset not found credible”); In re Cook, 69 B.R. 235 (Bankr. W.D. Mo. 1986).

173 Il giudizio di fattibilità non ignora le previsioni riguardanti il contesto e le condizioni economiche in cui il piano dovrebbe essere realizzato. A tal fine la corte terrà in considerazione le condizioni economiche esistenti alla data di omologa del piano; In re Stanley, 185 B.R. 417, 425 (Bankr. D. Conn. 1995); In re Union Meeting Partners, 178 B.R. 664, 674 n.7 (Bankr. E.D. Pa. 1995); In re Columbia Office Assocs. Ltd. P'ship, 175 B.R. 199, 202 (Bankr. D. Md. 1994).

174 Talvolta la credibilità di un piano e con essa la sostenibilità del medesimo possono essere giudicate positivamente in dipendenza delle capacità, attitudini, ed impegno profuso dagli amministratori. Secondo parte della giurisprudenza la continuità del precedente organo gestorio in certi casi rappresenta un elemento positivo nell'ambito della valutazione di fattibilità; In re Apex Oil Co., 118 B.R., 708 (“observing that in judging feasibility, courts often consider the experience and ability of management”); In re Toy & Sports Warehouse, Inc., 37 B.R. 141 (Bankr. S.D.N.Y. 1984) (“continuation of debtor's president and founder assured an uninterrupted management policy based upon many years of business experience”). Benché l'esperienza pregressa e la profonda conoscenza del business da parte del vecchio organo gestorio siano considerati positivamente, questo non sempre è realmente apprezzato nei fatti. Infatti, in determinate circostanze la continuità potrebbe anche risultare in contrasto con gli interessi dei creditori, soci, ed ordine pubblico qualora con essa si dovesse garantire una continuità gestoria dannosa da parte di amministratori privi delle idonee competenze e capacità professionali per la riorganizzazione dell'impresa, e non conformi pertanto all'interesse del debitore; In re Beyond.com Corp., 289 B.R. 138, 146 (Bankr. N.D. Cal. 2003) (“holding that the disclosure statement was deficient, in part because it utterly failed to make disclosures about management, which calls into question “not only the ability of the debtor to fulfill its fiduciary responsibilities, but the true allegiance of debtor's counsel and, to the extent the creditors' committee negotiated the proposed plan, the committee's competency, and perhaps its counsel's self-interest”); In re Thurmon, 87 B.R. 190 (Bankr. M.D. Fla. 1988) (“plan calling for debtor to change her business from breeding horses to developing luxury single-family residential real estate project not feasible where debtor had no experience in real estate”); In re Gulph Woods Corp., 84 B.R. 961 (Bankr. E.D. Pa. 1988) (“confirmation denied where plan depended on debtor's principal, and principal had doubtful managerial skills as evidenced by numerous prior bankruptcies filed as individual and in corporate capacities”); In re Keaton, 88 B.R. 154 (Bankr. S.D. Ohio 1988). Pertanto la previsione di nuovi amministratori e manager potrebbe anche risultare un elemento fondamentale nell'omologazione del piano; In re Orfa Corp. of Pa., 129 B.R. 404 (Bankr. E.D. Pa. 1991) (“plan found feasible based on success potential of debtor's product, high caliber of proponents' proposed management,

pagamenti secondo i termini del piano (pertanto con una difficoltà di giudizio crescente qualora i deferred payments siano previsti per un periodo più lungo)¹⁷⁵, nonché (vii) ogni altro elemento che possa incidere sulla capacità del debitore di rispettare i termini e le condizioni del piano.¹⁷⁶

and likelihood that proponents could market private placement”); In re Sound Radio, Inc., 93 B.R., 855 (“two proposed plans found feasible where both proponents had ability to successfully operate debtor radio station”); In re Cheatham, 91 B.R., 380; In re Rainbow Forest Apartments, 33 B.R. 576 (Bankr. N.D. Ga. 1983) (“plan found feasible where debtor/apartment manager's successful brother was hired to manage apartment complex”).

175 In re Mallard Pond, Ltd., 217 B.R. 782, 786 (Bankr. M.D. Tenn. 1997) (“[T]he longer the proposed plan, the more difficulties for the debtor to prove feasibility.”); In re White, 36 B.R. 199 (Bankr. D. Kan. 1983); Sunflower Racing, Inc. v. Mid-Continent Racing & Gaming Co. (In re Sunflower Racing, Inc.), 226 B.R. 673 (D. Kan. 1998) (“deferred payment plans are subject to close scrutiny”); In re Mallard Pond, Ltd., 217 B.R. at 786 (59-year payout plan was not feasible”); In re Agawam Creative Mktg. Assocs., 63 B.R. at 619 (“plan to be funded over thirty years; debtor's past performance did not demonstrate profitable operations over even a five-year period”); In re Maropa Marine Sales Serv. & Storage, Inc., 90 B.R. 544 (Bankr. S.D. Fla. 1988) (“twenty-year plan found not feasible”). La giurisprudenza maggioritaria pertanto pare essere concorde nel sottoporre il piano di pagamento a lungo termine ad uno “strict scrutiny” per evitare che il debitore/proponente rischi eccessivamente scommettendo su improbabili drastici miglioramenti nella gestione dell'impresa; In re M & S Assocs, Ltd., 138 B.R., 851. La struttura di questi piani prevede talvolta delle forme di “balloon payment” dei crediti che le Corti hanno rigettato; In re Guilford Telecasters, Inc., 128 B.R. at 627-28; In re Sovereign Oil Co., 128 B.R., 586-87; In re Danny Thomas Properties II Ltd. P'ship, 241 F.3d 959 (8° Cir. 2001), il debitore tentava di superare lo scetticismo mostrato dalle Corti asserendo che il piano fosse fattibile. In particolare il piano prevedeva pagamenti rateali per 10 anni e un balloon payment per il residuo. Il piano prevedeva inoltre una “drop dead clause” ai sensi della quale le parti acconsentivano ad una immediata liquidazione qualora nel corso dell'esecuzione del piano il debitore non avesse provveduto ad adempiere entro un termine di 45 giorni dalla ricezione della relativa diffida ad adempiere. Il debitore riteneva che tale previsione avrebbe reso il piano “feasible as a matter of law”. Tuttavia la corte precisava che questo era uno degli elementi determinanti nella valutazione di fattibilità ma non l'unico, concludendo che la previsione di detta drop dead clause “was insufficient to cure the debtors' other feasibility problems”.

176 In re Canal Place Ltd. P'ship, 921 F.2d, 579 (5° Cir. 1991); In re U.S. Truck Co., 800 F.2d 581, 589 (N.D. Ill. 1992); Pfeifer, 189 B.R. at 186; In re Immenhausen Corp., 172 B.R. 343, 348 (Bankr. M.D. Fla. 1994); In re Landing Assoc., Ltd., 157 B.R. 791, 819 (Bankr. W.D. Tex. 1993); In re Sovereign Oil Co., 128 B.R. 585 (Bankr. M.D. Fla. 1991); In re Kemp, 134 B.R., 416; In re Guilford Telecasters, Inc., 128 B.R. 622 (Bankr. M.D.N.C. 1991); In re Temple Zion, 125 B.R. 910 (Bankr. E.D. Pa. 1991). Il successo del piano può essere anche determinato da fattori incalcolabili ed inattesi. Alla luce di ciò la mancata previsione del c.d. “cushion” per far fronte ad inattese spese o costi sopravvenuti può rappresentare una criticità nell'ambito della valutazione di fattibilità; In re Snider Farms, Inc., 83 B.R. at 1011-12; Fed. Land Bank of Columbia v. Bartlett (In re Bartlett), 92 B.R. 142, 144 (E.D.N.C. 1988); In re Mahoney, 80 B.R. 197 (Bankr. S.D. Cal. 1987); In re Agawam Creative Mktg. Assocs., Inc., 63 B.R., 619; In re Shorten, 49 B.R. 722 (Bankr. W.D. Mo. 1985); cf. In re Sagewood Manor Assoc., L.P., 223 B.R. 756, 763 (Bankr. D. Nev. 1998) (“confirming plan which included enough cushion in debtor's projections to accommodate unforeseen setbacks”).

Per ulteriori fattori che sono stati oggetto di analisi nell'ambito della valutazione di fattibilità si veda, inter alia, In re Beyond.com Corp., 289 B.R. 138 (Bankr. N.D. Cal. 2003) (“plan which contained procedure for post confirmation modification was patently unconfirmable because

2.2.3 *Cram down: i requisiti aggiuntivi per l'omologazione del non consensual plan*

Come anticipato le previsioni di cui alla §1129(b) del BC trovano applicazione solo nel caso in cui la Corte ritenga che i requisiti suesposti (incluso il feasibility ed il best interest test) siano stati soddisfatti; a ciò fa eccezione il requisito di accettazione del piano indicato alla §1129(a)(8) del BC il cui mancato rispetto costituisce invece presupposto essenziale per l'applicazione del cram down statunitense¹⁷⁷.

Al fine di procedere allo scrutinio giudiziale dei requisiti previsti dal cram down le seguenti condizioni devono essere preliminarmente soddisfatte:

- l'esito positivo di un accertamento volto a verificare che tutti i requisiti previsti dalla §1129(a) del BC siano stati soddisfatti;
- voto sfavorevole all'approvazione del piano da parte di almeno una classe votante, secondo le maggioranze previste dalla §1126 del BC (§1129(a)(8)(A) del BC);
- sussistenza di almeno una classe qualificabile come impaired class (§1124 del BC);

Una volta accertato il soddisfacimento delle suddette condizioni, la Corte potrà procedere all'omologa del piano soltanto nel caso in cui questo sia ritenuto dalla stessa "fair and equitable" e non "unfairly discriminatory"¹⁷⁸.

La Corte mantiene pertanto un ruolo di garanzia anche rispetto ai soli e necessari

modification necessarily requires further financial reorganization so plan failed to satisfy section 1129(a)(11)"); In re Mahoney, 80 B.R., 200 ("debtor failed to properly calculate effect of income taxes on proposed corporation's operations"); In re Butler, 42 B.R. 777, 782 (Bankr. E.D. Ark. 1984) ("plan misclassifying creditors and containing misleading information found not feasible").

¹⁷⁷ §1129(b)(1): "Notwithstanding section 510 (a) of this title, if all of the applicable requirements of subsection (a) of this section other than paragraph (8) are met with respect to a plan, the court, on request of the proponent of the plan, shall confirm the plan notwithstanding the requirements of such paragraph if the plan does not discriminate unfairly, and is fair and equitable, with respect to each class of claims or interests that is impaired under, and has not accepted, the plan."

¹⁷⁸ Occorre precisare che se il fair and equitable test viene definito nella stessa norma, l'unfair discrimination test non trova alcuna definizione di dettaglio nella stessa.

requisiti esaminati in precedenza in presenza di un consensual plan. In tal senso il giudice è stato definito quale titolare di un dovere/potere positivo di accertamento [dei requisiti §1129(a) del BC] operante a prescindere dalla sussistenza o meno di opposizioni da parte delle parties in interest nella fase di omologa [i.e. a prescindere dall'accesso al cram down]¹⁷⁹.

Il primo requisito del cram down ha natura meramente procedurale richiedendosi al proponente di formulare istanza formale al fine di attivare lo stesso. Ciò, pur non rappresentando un elemento differenziale di rilievo, pone il cram down statunitense in una prospettiva diversa rispetto al cram down italiano previsto ai sensi dell'art. 180 della legge fallimentare che richiede una attivazione su iniziativa del creditore opponente.

A seguito di tale istanza la Corte inizia il vaglio dei requisiti sostanziali aggiuntivi ed ulteriori rispetto a quelli indicati dalla §1129(a) del BC operanti nei casi di approvazione di consensual plan.

(a) Assenza di Ingiusta Discriminazione

Ai sensi del diritto statunitense, un piano di concordato soggetto al vaglio in cram down non potrà ritenersi omologabile qualora discrimini ingiustamente (unfair discrimination) le classi dissenzienti di creditori e/o soci.¹⁸⁰

La previsione di un trattamento discriminatorio (rectius differenziato) tra classi i cui crediti abbiano natura simile nonché eguale ordine di priorità è consentita dalla disciplina statunitense (ammissibilità della c.d. horizontal fairness), che tuttavia, al fine di rendere il piano omologabile, assoggetta tale possibilità ad un limite/requisito di ragionevolezza che dovrà essere soddisfatto¹⁸¹.

¹⁷⁹ In re Prudential Energy Co., 58 B.R. 857 (Bankr. S.D.N.Y. 1986).

¹⁸⁰ §1129(b)(1) del BC. In tal senso si veda In re Downing Corp., 244 B.R. 696, 702 (Bankr. E.D. Mich. 1999) in cui si precisa che il requisito in esame mira a tutelare da un trattamento ingiustificatamente discriminatorio esclusivamente le classi dissenzienti di creditori. In In re Mortgage Investment Co, 111 B.R. 614 (Bankr. W.D. Tex. 1990) la corte osservava che “confirmation is denied where there was no demonstrable reason for treating similar claims differently”.

¹⁸¹ In re Weiss, 251 B.R. 453 (Bankr. E.D. Pa. 2000) in cui si osservava che “different treatment is permissible if and only if the debtor is able to prove a reasonable basis for the degree of discrimination contemplated by the Plan”. Si veda inoltre In re Landing Assocs. Ltd., 157 B.R. 822, (Bankr.W.D.Tex.1990) in cui si precisava che “The test is not, after all, whether the plan is generally unfair, but whether the plan's treatment of a particular class is unfairly discriminatory

E' interessante notare che nel corso degli anni parte della giurisprudenza ha elaborato un test specifico basato sull'accertamento di quattro diversi fattori che fungono letteralmente da guida nell'interpretazione del requisito in esame. In particolare, i fattori generalmente oggetto di verifica sono i seguenti:

1. se il trattamento differenziato risulti fondato su basi ragionevoli;
2. se il debitore abbia la possibilità di predisporre ed adempiere ad un piano privo di trattamenti differenziati;
3. se il trattamento differenziato sia stato proposto in buona fede;
4. se il livello di discriminatorietà previsto è direttamente correlato e giustificabile in base allo scopo per cui è stato predisposto¹⁸².

(b) Fair and Equitable test

Il requisito in esame insieme al precedente è applicabile alle classi dissenzienti di creditori impaired. In particolare lo scrutinio concernente il trattamento "fair and equitable" si atteggia diversamente a seconda della tipologia di classe di creditori/soci dissenziente (c.d. vertical fairness tra classi aventi differenti ordini di priorità).

(i) *Trattamento dei Secured Claims*¹⁸³

vis-a-vis similarly situated classes of creditors.”; In re Stratford Assocs. Ltd. P’ship, 145 B.R. 689, 700-01 (Bankr. D. Kan. 1992) in cui si sosteneva che “While the Plan discriminates, to violate § 1129(b)(1), the discrimination must be unfair. Moreover, while a debtor may separately classify creditors, that separate classification alone does not determine whether the plan discriminates unfairly.”; In re Salem Suede, Inc., 219 B.R. 922, 933-34 (Bankr. D. Mass. 1998) in cui si osservava che “A plan can discriminate, but not unfairly; any discrimination must be supported by a legally acceptable rationale, and the extent of the discrimination must be necessary in light of the rationale”.

¹⁸² In re Union Servs. Fin. Group, Inc., 303 B.R. 390 (Bankr. E.D. Mo. 2003); In re Creekside Landing Ltd., 140 B.R. 713 (Bankr. M. D. Tenn. 1992); In re Ratledge, 31 B.R. 897 (Bankr. E.D. Tenn. 1983).

¹⁸³ §1129(b)(2): For the purpose of this subsection, the condition that a plan be fair and equitable with respect to a class includes the following requirements:

(A) With respect to a class of secured claims, the plan provides—

(i)

(I) that the holders of such claims retain the liens securing such claims, whether the property subject to such liens is retained by the debtor or transferred to another entity, to the extent of the allowed amount of such claims; and

(II) that each holder of a claim of such class receive on account of such claim deferred cash payments totaling at least the allowed amount of such claim, of a value, as of the effective date of

Un trattamento specifico è quello inerente al trattamento dei creditori privilegiati (c.d. “secured creditors”). Tali creditori hanno in genere diritto ad essere soddisfatti mediante pagamento del totale del loro credito che non supererà in ogni caso il valore del bene gravato da garanzia reale (c.d. collateral). In tal senso si usa distinguere due categorie di creditori privilegiati: gli oversecured creditors, garantiti da uno o più beni (collateral) aventi un valore superiore all'ammontare del loro credito, e gli undersecured creditors, garantiti da collateral aventi un valore inferiore all'ammontare del loro credito; in tale ultima ipotesi si determina una biforcazione dell'undersecured claim che sarà parzialmente garantito (“privilegiato” – i.e. secured), sino al valore del collateral, e chirografario (i.e. unsecured) per l'ammontare residuo (c.d. deficiency claim)¹⁸⁴.

the plan, of at least the value of such holder's interest in the estate's interest in such property; (ii) for the sale, subject to section 363 (k) of this title, of any property that is subject to the liens securing such claims, free and clear of such liens, with such liens to attach to the proceeds of such sale, and the treatment of such liens on proceeds under clause (i) or (iii) of this subparagraph; or (iii) for the realization by such holders of the indubitable equivalent of such claims.”

184 §506 del BC. Si noti che in fase di riorganizzazione prima che il plan sia approvato ed omologato i creditori oversecured avranno diritto al pagamento degli interessi e delle spese legali solo sino a che l'ammontare dei loro crediti non ecceda il valore del collateral (§506(b) del BC). Ciò è confermato anche dalla giurisprudenza che in *In re Milham*, 141 F.3d 420 (2° Cir. 1998), con riguardo agli interessi post-petition riconosciuti in capo agli oversecured creditors, affermava che il termine “to the extent” nella §506(b) del BC “means that pendency interest runs (often, although not necessarily, at the contract rate) until the time of confirmation unless the equity cushion is exhausted before that.” specificando che “an oversecured creditor... is entitled to receive § 506(b) interest only until the confirmation date of the [plan]. At that time, the accumulated pendency interest becomes a part of the allowed secured claim, and the plan must provide for payment of the present value of such allowed claim as of the effective date of the plan.” Rispetto agli undersecured creditors si noti come questi non siano titolari del diritto ad interessi maturati in relazione collateral durante l'automatic stay. Ciò è confermato dalla mancata previsione di un tale diritto ai sensi della § 506 (b) del BC. In giurisprudenza si veda caso *Timbers in M. Roe*, *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, Legal and Financial Materials, 3d p. 410 – 418.

Nella determinazione della sussistenza di un credito come over o under-secured occorre che sia precisato a monte quando si sia in presenza di un secured status (status di creditore privilegiato). Ai sensi della § 506 del BC “Determination of secured status” un secured claim is one that has been allowed and is either secured by lean, on property of the estate or is subject to setoff; il BC considera un credito come secured only to the extent of the value of the creditors' collateral.

Solo qualora il valore del collateral ecceda il credito si sarà in presenza di un over-secured creditor. Nel caso contrario di valore del collateral che sia inferiore al credito, si creerà una biforcazione in credito privilegiato (per la parte coperta da garanzia) ed in credito chirografario (per la parte di valore residuo). Da ciò si evince come sia di fondamentale importanza, anche nell'ottica dei costi e della partecipazione al voto, la valutazione del collateral e la connessa applicazione del criterio dell'adequate protection in caso di uso/disposizione del collateral medesimo.

Relativamente al diritto di voto sul piano di tali creditori valgono le stesse considerazioni sopra indicate. Coloro che otterranno piena soddisfazione dei loro crediti saranno considerati unimpaired e la loro accettazione si ritiene presunta in base alla § 1126(f) del BC (presunzione assoluta).

Per quanto qui interessa, ai fini dell'omologa, si ritiene che i secured creditors abbiano diritto ad un trattamento minimo garantito. Trattasi di una norma che garantisce loro il mantenimento della garanzia sul bene e l'ottenimento del c.d. present value del loro credito durante la fase di esecuzione del piano a seguito dell'omologazione, in considerazione del mancato pagamento all'effective date of the plan e del cash time-value (§1129(b)(2)(A) del BC). Pur essendo tale norma inerente al trattamento in cram down di detti secured creditors, che qui si esamina, generalmente si ritiene questa sia la base minima di qualsiasi trattamento post confirmation.

In particolare, sono tre le opzioni indicate dalla disciplina statunitense per valutare se la predisposizione nel piano di trattamenti specifici per le classi di secured creditors dissenzienti risponda al fair and equitable test: (a) che il creditore mantenga il proprio "privilegio" e riceva pagamenti differiti complessivamente pari all'ammontare credito; (b) che il collateral del creditore sia ceduto e che il creditore mantenga il proprio "privilegio" sui proventi della cessione; ovvero (c) che il creditore riceva il c.d. indubitable equivalent (indubbio equivalente) del proprio credito "privilegiato". Di seguito una breve analisi di tali tre opzioni.

– *Mantenimento del Privilegio e Pagamenti Differiti*

Qualora il piano preveda che il creditore mantenga il proprio "privilegio" e riceva pagamenti differiti complessivamente pari all'ammontare credito, il fair and equitable test si riterrà soddisfatto. In *In re Hollanger*¹⁸⁵ la Corte precisava che:

"Conversely, one may argue that where the first method of reorganization is proposed in a plan pursuant to Section 1129(b)(2)(A)(i) - that is, that a secured claimant retain its lien on its collateral and receive deferred payments in an amount sufficient to have value equal to that value held by the claimant on the effective date of the plan - the Bankruptcy Court may confirm such a plan under

Coloro i quali non otterranno piena soddisfazione avranno diritto di voto all'interno della classe cui verranno assegnati. Si veda nota seguente in relazione al trattamento ed alla logica del voto dell'under-secured creditor in caso di election ai sensi della § 1111 (b) del BC.

¹⁸⁵ 15 B.R. 35 (Bankr. W.D. La. 1981). Si veda inoltre *In re W.E. Parks Lumber Co., Inc.*, 19 B.R. 285 (Bankr. W.D. La. 1982) in cui la corte conferma "when secured creditor retained its lien and received deferred cash payments satisfying entire amount of its allowed secured claim, the fair and equitable test was satisfied".

its "cram down" powers.”

Tuttavia l'aspetto maggiormente problematico nell'ambito dell'omologazione di piani di riorganizzazione in cram down è proprio connesso alla determinazione del tasso di interesse da applicare per la copertura dell'intero ammontare del credito privilegiato¹⁸⁶. La c.d. present value analysis mira alla ricerca/determinazione di un ammontare sufficiente che possa compensare il creditore “privilegiato” del ritardo nella corresponsione dei pagamenti a lui spettanti; ciò avviene mediante il riconoscimento in capo al creditore di interessi compensativi. Il BC, infatti, non specifica il tasso d'interesse necessario per permettere al creditore “privilegiato” di ottenere il “present value of its allowed secured claim”. La disputa principale pertanto è quella tra: (i) i creditori che desiderano, a fronte del rischio associato a finanziamenti coatti (forced loans) della riorganizzazione, che siano previsti tassi d'interesse superiori, qualora il piano preveda pagamenti differiti del loro credito e (ii) i debitori che desiderano il riconoscimento di tassi di interesse agevolati o particolarmente contenuti. Di fronte allo scontro di queste posizioni la giurisprudenza statunitense non è ancora riuscita a fare chiarezza. In tal senso, la stessa dottrina descriveva la problematicità della questione affermando che “few bankruptcy issues have met with as much confusion as the determination of a proper discount rate.”¹⁸⁷

186 Pur nell'ampiezza di tale criterio di valutazione le Corti americane si sono sovente scontrate con delle pratiche discutibili quali la negative armonization. In questi casi il piano di riorganizzazione prevede che al secured creditor siano corrisposti dei pagamenti rateizzati per tutta la durata del piano, pur mantenendo il requisito minimo di trattamento ed assicurandogli il pagamento del present value del proprio claim. Tuttavia il problema è generalmente quello di determinare rate di ammontare crescente e dunque variabili nel corso del piano; ciò sposta inevitabilmente dei rischi ulteriori in caso di mancata riuscita del piano sul secured creditor sottoposto a questo di tipo di trattamento. In tal senso, con definizione di un test di verifica della compatibilità del trattamento di negative armonization rispetto al fair and equitable test ex Articolo 1129(b)(1) del BC, si veda *Nauman v. Nauman*, 213 B.R. 355 (9° Cir. 1997); si veda inoltre *Great Western Bank v. Sierra Woods Group*, 953 F.2d 1174 (9° Cir. 1992) in cui si evidenziano 10 diversi fattori da considerare al fine di verificare la compatibilità della negative armonization con la disciplina del cram down.

187 Fortgang e Mayer, *Valuation in Bankruptcy*, 32 U.C.L.A. L. REV. 1061, 1119 (1985); In re *Computer Optics, Inc.*, 126 B.R. 671 (Bankr. D. N.H. 1991) in cui la corte osserva che “[T]he case law with regard to an appropriate discount rate for cramdown purposes unfortunately has blossomed into a 'many-colored splendor' of conflicting and sometimes indecipherable formulas as the courts have tried to implement the fact specific market analysis approach urged by the lender in the present case”.

Il dibattito rimane tuttora aperto sia in ambito giurisprudenziale che accademico. Tuttavia una soluzione parziale è stata raggiunta dalla Corte Suprema in Till¹⁸⁸.

Durante il periodo precedente alla decisione di Till da parte della Corte Suprema è utile osservare come i distretti delle Corti d'appello statunitensi fossero divisi nell'applicazione di tre diversi approcci: (i) market rate; (ii) contract rate; (iii) forced loan rate.

Market rate. L'utilizzo del market rate è stato uno degli approcci maggiormente diffusi nella giurisprudenza statunitense. In *In re Valenti*¹⁸⁹, una sentenza del 1997, la Corte precisava la propria metodologia di analisi utilizzata nella determinazione di un tasso di interesse adeguato a soddisfare il fair and equitable test, osservando che questo "should be fixed at the rate on a United States Treasury instrument with a maturity equivalent to the repayment schedule under the debtor's reorganization plan plus a premium to reflect the risk to the creditor in receiving deferred payments under the reorganization plan". Tale metodologia rigettava l'idea che la determinazione del market rate venisse effettuata mediante utilizzo dell'analisi basata sul "cost of funds" e/o del "forced loan" adottata da alcune Corti¹⁹⁰.

I sostenitori del market rate ritengono che esso sia calcolabile in base al tasso di riferimento determinato dal Dipartimento del Tesoro statunitense per strumenti finanziari aventi durata pari a quella prevista per il piano, aggiungendo ad esso un

188 *Till v. SCS Credit Corp.*, 541 U.S. 465, 124 S. Ct. 1951 (2004).

189 105 F.3d 55, 64 (2° Cir. 1997).

190 Mediante il c.d. approccio "cost of funds" si determina un tasso di interesse (market rate) pari al tasso che il secured creditor stesso sarebbe tenuto a corrispondere per prendere in prestito un ammontare equivalente al valore del suo credito. In *In re Valenti* (Id. 63) la stessa corte notava quanto segue: "Courts using this approach reason that the best way to place a creditor in the same economic position that it would have been in had the debtor surrendered the collateral immediately is to assume that the creditor would borrow the money representing the value of its allowed claim. Then, the creditor could make new loans to consumers at prevailing rates in the commercial market." Riguardo al c.d. approccio "forced loan" la corte aggiungeva inoltre come questo determini una valutazione del market rate basata sul "rate that the creditor charges for loans of similar character, amount, and duration to debtors in the same economic region"; in tale ultima ipotesi il tasso di interesse risulterebbe compositamente costituito dal profitto di cui il creditore avrebbe beneficiato nel caso in cui avesse ricevuto alla effective date of the plan, in un'unica soluzione, il pagamento del proprio credito ed avesse rifinanziato immediatamente lo stesso importo.

premio che le Corti possono discrezionalmente determinare¹⁹¹, al fine di includere l'insita componente di rischio presente nel differimento dei pagamenti durante l'esecuzione del suddetto piano.

Forced Loan Rate. L'approccio del c.d. "forced loan" è stato adottato prevalentemente dal settimo distretto. In *Koopmans v. Farm Credit Servs. of Mid-Am.*¹⁹², la Corte lo definiva infatti come il metodo più idoneo nella determinazione di un tasso di interesse appropriato per l'esame del fair and equitable test. Quest'approccio riconosce al creditore la possibilità di ottenere un tasso di interesse pari a quello che avrebbe potuto ottenere qualora avesse ricevuto in pagamento l'ammontare del credito ad egli spettante e reinvestito immediatamente lo stesso in finanziamenti aventi medesimo rischio e durata¹⁹³.

Contract Rate. Diversamente da quanto osservato rispetto al secondo ed al settimo distretto, il quinto distretto d'appello ha adottato il c.d. contract rate. In *Heartland Fed. Sav. & Loan Assoc. v. Briscoe Enters., Ltd., II (In re Briscoe Enters., Ltd., II)*¹⁹⁴, la Corte osservava che "often the contract rate will be an appropriate rate but reference to a similar maturity Treasury rate is instructive. The Treasury rate is helpful because it includes all necessary factors except the risk premium." In *In re T-H New Orleans Ltd. P'ship*¹⁹⁵, rigettando espressamente un'istanza del debitore di determinare una formula specifica per il calcolo del cram down interest, la Corte osservava che "[c]ourts have used a wide variety of different rates as

191 Id. 64. Discrezionalità che è stata talvolta limitata al riconoscimento di un premio "ragionevole" corrispondente ad una percentuale tra l'1% ed 3%. L'approccio del market rate viene confermato in *In re Milham*, 141 F.3d 420 (2° Cir. 1998), in cui la corte d'appello precisava che il "present value is achieved by the payment of interest at a rate calculated in accordance with our holding in [Valenti]".

192 102 F.3d 874 (7° Cir. 1996).

193 L'approccio è stato però oggetto di revisione in *In re Till*, 301 F.3d 592 (7° Cir. 2002), in cui il settimo distretto si allineava parzialmente all'approccio proprio del quinto e terzo distretto d'appello concludendo che "the old contract rate will yield a rate sufficiently reflective of the value of the collateral at the time of the effectiveness of the plan to serve as a presumptive rate." e notando che il giudice potrà omologare il piano mediante uso del contract rate qualora il creditore non presenti prove sufficienti a provare che il tasso di interesse corrente sia superiore al contract rate [viceversa qualora un debitore intenda proporre un piano che preveda un tasso di interesse inferiore al contract rate egli dovrà provare che il tasso di interesse corrente applicabile al creditore risulti effettivamente inferiore al contract rate stesso].

194 994 F.2d 1160 (5° Cir. 1993), cert. denied, 510 U.S. 992 (1993).

195 116 F.2d 801 (5° Cir. 1997).

benchmarks in computing the appropriate interest rate (or discount rate as it is frequently termed) for the specific risk level in their cases” e aggiungeva che le stesse Corti pertanto non potrebbero vincolare “the hands of the lower courts as they make the involved factual determination in establishing an appropriate interest rate.” La Corte optava, infine, per l’applicazione del contract rate quale approccio in grado di determinare “a reasonable rate that adequately compensated for risk.”¹⁹⁶

Till: vera o presunta efficacia risolutiva nel dibattito sulla present analysis valuation. Pur nell’ambito del Chapter 13 la Corte Suprema è intervenuta tentando di dissipare i dubbi presenti nel dibattito suesposto. Tuttavia tale auspicio non ha trovato efficacia vincolante immediata alla luce del risultato non univoco e delle forti divisioni registrate in seno al collegio dei giudici. Trattasi, infatti, di una decisione c.d. di plurality¹⁹⁷ in cui la Corte ha osservato che il tasso d’interesse da corrispondere al fine di assicurare che nell’ambito del cram down il piano rispetti i requisiti previsti e che pertanto il creditore riceva “the present value of its claim for the purposes of § 1325(a)(5)(B)(ii), is properly calculated by reference to the “formula approach” -- i.e., the riskless rate (the national prime rate) plus an adjustment for risk”¹⁹⁸. Pertanto, pur restando maggiormente definite le formule di calcolo del tasso d’interesse ed i fattori di riferimento per la determinazione del risk adjustment, la Corte non ha in alcun modo definito un delta di variabilità del rischio vincolante per le Corti di prime cure, precisando, soltanto, che queste dovrebbero fissare un aggiustamento in grado di compensare il rischio affrontato dal creditore, ma non tale rendere l’esecuzione del piano insostenibile.

Scopo principale della Corte è stato quello di tutelare i creditori che mediante

¹⁹⁶ In *In re Smithwick*, 121 F.3d 213 (5^o Cir. 1997) la corte osservava che “applying the requirements of § 1129(b)(2)(A)(i)(II), the bankruptcy court is to make a factual determination of the interest rate appropriate under all the circumstances and to evaluate whether the payments under the plan will provide the creditor with the present value of his allowed secured claim. This court has declined to ‘establish a particular formula’ for the cramdown interest rate in Chapter 11 cases. However, we have noted that ‘[o]ften the contract rate will be an appropriate rate’ and that ‘[n]umerous courts have chosen the contract rate if it seemed to be a good estimate as to the appropriate discount rate.’”

¹⁹⁷ Gli otto giudici hanno concordato nel riconoscere che il piano debba includere un risk premium for nonpayment, ma non hanno trovato un accordo sulla base di calcolo di tale premio.

¹⁹⁸ Till 1961.

manifestazione del loro dissenso in cram down hanno voluto evidenziare la differenza esistente tra l'escussione immediata del loro credito ed il ricevimento di pagamenti differiti. La Corte ha voluto considerare e creare le basi per un trattamento uniforme tra creditori soggetti alle medesime condizioni, assicurandosi che questi fossero adeguatamente compensati mediante i suddetti pagamenti differiti per il c.d. "time value of their money and the risk of default". Questi caratteri sono stati riscontrati nel c.d. formula approach, che guarda a un tasso di riferimento di base soggetto ad aggiustamento. In tale prospettiva, l'onere di provare che l'aggiustamento è necessario al fine di tutelarsi contro l'inadeguatezza del tasso prime rate spetta ai creditori che hanno dimestichezza con il mercato del credito di riferimento nonché maggiore facilità di accesso alle informazioni necessarie¹⁹⁹.

Viceversa, le ragioni che la Corte ha addotto per rigettare i suddetti approcci - i.e., coerced loan, the presumptive contract rate, e the cost of funds – sono relative, inter alia, alla complessità della loro analisi ed agli elevati costi che dovrebbero essere sostenuti in fase probatoria.

L'utilizzo di un linguaggio giuridico simile nelle §1129(b)(2)(A)(i)(II) e §1325(a)(5)(B)(ii) del BC, è stato il fattore principale che parte della dottrina statunitense ha adottato per estendere la portata di Till anche ai casi di riorganizzazione ai sensi del Chapter 11. Tuttavia, la stessa sentenza appare ambigua su questo punto, affermandosi in più parti che la volontà del legislatore era quella di estendere ed applicare lo stesso approccio in tutti i casi in cui il BC avesse previsto per la Corte medesima, la possibilità di determinare il tasso di interesse per pagamenti differiti a tutela del present value spettante ai creditori²⁰⁰. In senso contrario si è anche affermato che uno dei fattori della decisione sia stato

¹⁹⁹ Nella dissenting opinion il giudice Scalia argomenta in favore della maggiore adeguatezza che il contract rate produrrebbe. Sebbene anche la ricostruzione a sostegno del formula approach sia fondata sul carattere della presuntività con possibilità di aggiustamento in sede processuale, Scalia ritiene che i costi probatori siano proibitivi in molti casi di ristrutturazione dei c.d. consumer loan. Pertanto Scalia argomenta che è più importante individuare un tasso iniziale accurato che disporre che l'onere di provare l'inaccuratezza della stima del medesimo ricada sulla parte avente maggiore facilità al reperimento delle informazioni necessarie.

²⁰⁰ Till, 1958-59

l'assenza di un mercato efficiente del DIP financing nel contesto del Chapter 13, che potrebbe invece esistere (e sarebbe il caso di verificare) nei casi di riorganizzazione ai sensi del Chapter 11 (“when picking a cram down rate in a Chapter 11 case, it might make sense to ask what rate an efficient market would produce.” Till, 1960 n.14)²⁰¹.

– *Cessione del collateral e mantenimento del privilegio sui proventi della cessione.*

Ai sensi della §1129(b)(2)(A)(ii) del BC, il fair and equitable test risulterà altresì soddisfatto nei casi in cui il collateral sia ceduto e il privilegio del creditore sia trasferito sui proventi della cessione purché tale privilegio sia soddisfatto secondo una delle opzioni di trattamento previste dalla §1129(b)(2)(A)(i) e §1129(b)(2)(A)(iii) del BC²⁰².

– *Indubbio Equivalente*

L'ultima delle opzioni di trattamento previste per la classe di creditori privilegiati dissenzienti è quella di cui alla §1129(b)(2)(A)(iii) del BC che prevede la verifica della realizzazione dell'indubbio equivalente da parte del creditore. In tale approccio il Congresso ha utilizzato lo standard adottato in *In re Murel Holding*

²⁰¹ In tal senso *Prussia Assocs.*, Bankr. No. 04-11042-SR, 2005 Bankr. LEXIS 557, *38-43 (Bankr. E.D. Pa., 2005) in cui è stato riconosciuto il tratto di ambiguità di fondo di Till, notando che se alcune Corti hanno adottato, conformemente a Till, il formula approach per molti piani Chapter 13, comprendere se Till si applichi anche al Chapter 11 risulta tuttora “open to debate”. La corte ha anche precisato però che “other things being equal, the formula approach should be followed in Chapter 11 just as in Chapter 13” nonchè che, qualora esista un mercato del credito di riferimento, le Corti “should exercise discretion in evaluating an appropriate cramdown interest rate by considering the availability of market financing.” Si veda inoltre *In Am. Homepatient, Inc. v. Official Comm. of Unsecured Creditors et al.*, 420 F.3d 559, 565-569 (6° Cir. 2005), il sesto circuito ha affermato che “the market rate should be applied in Chapter 11 cases where there exists an efficient market. But where no efficient market exists for a Chapter 11 debtor, then the bankruptcy court should employ the formula approach endorsed by the Till plurality.”; *In re Nw. Timberline Enters., Inc.*, 348 B.R. 412, 432 (Bankr. N.D. Tex. 2006) (“In other words, rather than mechanically apply the [Till] formula approach in Chapter 11, one might have plenty of evidence of what an available market rate is for a similar loan to the Chapter 11 debtor at issue, since there is a universe of lenders who regularly make exit loans to Chapter 11 debtors.”). Dalle decisioni su indicate emerge con chiarezza che la modalità con cui il formula approach e Till siano applicati dalle Corti ai casi di riorganizzazione in Chapter 11 non sia ancora uniforme e che la giurisprudenza sia ancora in piena evoluzione.

²⁰² Si veda *Aetna Realty Investors, Inc. v. Monarch Beach Venture, Ltd.* (In re Monarch Beach Venture, Ltd.), 166 B.R. 428, 433 (C.D. Cal. 1993); *In re Sunflower Racing, Inc.*, 219 B.R. 587, 599 (Bankr. D. Kan. 1998).

Corp.²⁰³

In *In re Sun Country Dev., Inc.* ²⁰⁴, la Corte ha osservato come lo standard dell'indubbio equivalente esiga una valutazione sul valore di compensazione del collateral sostitutivo nonché dalla probabilità che il creditore ha di essere pagato a seguito dell'esecuzione del piano²⁰⁵.

(ii) Trattamento degli Unsecured Claims: Fair and equitable test per i creditori chirografari

La §1129(b)(2)(B) del BC ²⁰⁶ prevede espressamente due trattamenti alternativi per le classi dissenzienti di creditori chirografari. Nel primo caso il test in esame dovrà ritenersi soddisfatto qualora ogni creditore riceva o ottenga beni in proprietà di valore pari all'ammontare del loro credito; nel secondo si richiede invece che ogni creditore di grado inferiore non riceva o ottenga in proprietà alcun bene per la soddisfazione del proprio credito.

– *Piena Soddisfazione*

La determinazione del present value dei pagamenti differiti, che è possibile prevedere nel piano di riorganizzazione, ricollega la prima alternativa di

²⁰³ , 75 F.2d 941 (2° Cir. 1935). In re James Wilson Assocs., 965 F.2d 160, 172 (7° Cir. 1992); In re Sun Country Dev., Inc., 764 F.2d 406, 408 (5° Cir. 1985); Travelers Ins. Co. v. Pikes Peak Water Co. In re Atlanta So. Bus. Park, 173 B.R. 444, 448 (Bankr. N.D. Ga. 1994).

²⁰⁴ Id. 409; si veda inoltre In re Inv. Co. of the Sw., Inc., 341 B.R. 298, 319-21 (10° Cir. BAP 2006); In re May, 174 B.R. 832, 838 (Bankr. S.D. Ga. 1994).

²⁰⁵ Si noti inoltre che qualora il creditore privilegiato riceva pagamento pieno del proprio credito sia ai sensi della §506(a) che §1111(b)(2) entro un termine temporale ragionevole con applicazione di un tasso di interesse congruo, il test qui in esame potrà ritenersi soddisfatto (In re Mulberry Agric. Enters., 113 B.R. 30, 33 (D. Kan. 1990); In re SM 104 Ltd. P'ship, 160 B.R. 231 n.54 (Bankr. S.D. Fla. 1993); In re Manion, 127 B.R. 889 (“Section 1129(b) requires that the dissenting claimant receive full payment over a reasonable period of time.”). Tuttavia in caso di creditore undersecured ai sensi della election § 1111 (b)(2), il debitore non potrà ricevere parte del bene offerto quale collateral e pagare la quota rimanente. Si veda In re Channel Realty Assocs. Ltd. P'ship, 142 B.R. 597, 600-01 (Bankr. D. Mass. 1992); In re Griffiths, 27 B.R. 873, 877 (Bankr. D. Kan. 1983).

²⁰⁶ §1129(b)(2)(B) del BC: With respect to a class of unsecured claims—

(i) the plan provides that each holder of a claim of such class receive or retain on account of such claim property of a value, as of the effective date of the plan, equal to the allowed amount of such claim; or

(ii) the holder of any claim or interest that is junior to the claims of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior claim or interest any property, except that in a case in which the debtor is an individual, the debtor may retain property included in the estate under section 1115, subject to the requirements of subsection (a)(14) of this section.”

trattamento di cui alla §1129(b)(2)(B)(i) del BC al dibattito suesposto riguardante il trattamento per creditori “privilegiati”.²⁰⁷

La giurisprudenza ha individuato un approccio simile al formula approach utilizzato per le classi di creditori “privilegiati”. Tuttavia anche altre soluzioni sono state oggetto di dibattito. In tal senso si veda *In re Byrd Foods, Inc.*²⁰⁸, in cui la unsecured creditors'committee richiedeva alla Corte l'adozione di un approccio “creditor specific”, assumendo periti esperti per l'analisi dei claims di ogni creditore della classe dissenziente. La Corte rigettava tale prospettiva affermando che “[w]hile this approach is ideal when dealing with one or two secured creditors, it is catastrophic when dealing with a large number of unsecured creditors in a complex Chapter 11 case ... [i]t is not feasible for the debtor or this Court to separately investigate each unsecured creditor to determine the prevailing market rate for a loan similar to the one proposed in the plan, and then determine separate interest rates for each unsecured creditor”. Altre Corti²⁰⁹ adottavano il contract rate quale tasso di riferimento che in più occasioni si ribadisce essere “an appropriate rate ... and that '[n]umerous courts have chosen the contract rate if it seemed to be a good estimate as to the appropriate discount rate’”²¹⁰.

²⁰⁷ Friedman, 14 CARDOZO L. REV. at 1513 (“The appropriate discount rate must be determined on the basis of the rate of interest which is reasonable in light of the risks involved. Thus, in determining the discount rate, the court must consider the prevailing market rate for a loan of a term equal to the payout period, with due consideration of the quality of the security and default.”). In *In re Nile Lite Inns*, 17 B.R. 367, la corte analizzava il trattamento dei creditori chirografari affermando che: “Section 1129(b)(2)(B) does not require that a creditors' claim be paid in full on the effective date of the plan. The section contemplates a present-value analysis that will discount value to be received in the future; “if the interest rate paid is equivalent to the discount rate used, the present value and face future value will be identical.”Id. 372.

²⁰⁸ 253 B.R. 196, 203 (Bankr. E.D.Va. 2000)

²⁰⁹ *In re Smithwick*, 121 F.3d 213 (5° Cir.1997); *Gen. Motors Acceptance Corp. v. Jones*, 999 F.2d 63, 70 (3° Cir. 1993) (“in chapter 13 case, contract rate is a fair place to begin”).

²¹⁰ La giurisprudenza statunitense ha utilizzato un approccio assimilabile al formula approach utilizzato in *Till*. Infatti anche la disposizione in esame §1129(b)(2)(B)(i) del BC ha un linguaggio simile alla §1325(a)(5)(B)(ii) del BC, *Till* Il formula approach - i.e., the riskless rate with an adjustment for risk – pertanto potrebbe trovare applicazione anche in questo caso. Tuttavia permangono anche nel caso di specie le perplessità sulla possibile estensione al Chapter 11 riconducibili all'ambiguità di fondo presente in *Till*. Si veda *Nite Lite Inns* l'approccio della corte ha utilizzato il tasso di interesse dell' IRS di cui alla §6221 del 26 U.S.C., collegato al prime rate rilevato nei sei mesi precedenti. Si veda inoltre *In re Cornwall Pers. Ins. Agency, Inc.*, 308 B.R. 771, 776 (Bankr. N.D. Tex. 2003) in cui la corte precisava che “the vast majority of cases that have considered the issue of present value ... holds that the present value requirement mandates the use of a market rate, consisting of the risk-free rate plus an upward adjustment to factor in the

– *Absolute Priority Rule*

Il secondo dei due trattamenti alternativi sopra enunciati enuclea la c.d. absolute priority rule. Qualora ogni membro della classe dissenziente di creditori chirografari non riceva o ottenga beni in proprietà di valore pari all'ammontare del loro credito secondo quanto previsto dalla §1129(b)(2)(B)(i) del BC, nessuna classe di grado inferiore potrà ricevere alcun bene per la soddisfazione del proprio credito. Pertanto, ciò che viene proibito è il riconoscimento di qualsiasi diritto in favore di coloro i quali siano membri di una classe subordinata rispetto a quella dissenziente all'approvazione del piano, salvo che questi ultimi non siano stati soddisfatti pienamente. Anche il ricevimento di una quota di un'entità insolvente senza alcun going concern value viene considerato "property" ai sensi della absolute priority rule²¹¹.

L'orientamento delle Corti nei riguardi di altri trattamenti talvolta concordati tra soci e una o più classi di creditori chirografari ed in particolare il c.d. sharing dividend arrangement è stato ampiamente dibattuto. In un recente caso del 2005 la Corte riteneva che l'accordo tra soci e parte dei creditori di ripartire gli utili societari non potesse ritenersi compatibile con la absolute priority rule, specie quando si intendesse procedere, prescindendo dall'opposizione di una classe di creditori chirografari dissenzienti, anche nell'ipotesi in cui ci fosse stata piena trasparenza e tale accordo fosse stato incluso nel piano.

In un altro caso, *In re Armstrong World Indus* ²¹² il piano prevedeva tre classi separate: una di creditori chirografari, l'altra specificamente dedicata agli asbestos

appropriate risk, to arrive at the rate that the debtor would have to pay were he to obtain a loan on the open market identical to the plan's treatment of the crammed-down class"; *In re De Maggio*, 175 B.R. 144, 152 (Bankr. D.N.H. 1994) ("applying riskless rate, or government bond rate, plus risk premium of 1 percent"); *In re Mayer Pollock Steel Corp.*, 174 B.R. 414, 419 (Bankr. E.D. Pa. 1994) ("applying risk free rate, or that of a "comparable Treasury bill," plus a risk premium of 3%"); *In re IPC Atlanta Ltd. P'ship*, 142 B.R. 547, 557 (Bankr. N.D. Ga. 1992) ("applying risk free rate, or treasury bill rate for bond of similar duration, plus a risk premium").

²¹¹ Si veda *In re W.E. Parks Lumber Co.* 19 B.R. 285 (Bankr. W.D.La. 1982) in cui si afferma che pur non avendo alcun valore le quote societarie del debitore insolvente, ai sensi della absolute priority rule, non possono rimanere di proprietà dei vecchi soci salvo non vi sia il consenso di tutte le classi di tutte le classi di creditori chirografari. Si veda inoltre *Nw. Bank Worthington v. Ahlers*, 485 U.S. 197, 207-08 (1988); *Unruh v. Rushfield State Bank*, 987 F.2d 1506, 1508-09(10th Cir. 1993).

²¹² 320 B.R. 523 (E.D. Pa.), *aff'd*, 432 F.3d 507 (3° Cir. 2005)

claimants, ed infine, una classe di soci. Ai sensi dello stesso piano si prevedeva un accordo di ripartizione dei dividendi tra i soci e gli asbestos claimants che a esso avevano acconsentito. Tuttavia la Corte mostrava preoccupazione di una possibile violazione dell'absolute priority rule in quanto, sia i creditori chirografari dissenzienti che gli asbestos claimants avrebbero potuto ottenere piena soddisfazione delle proprie pretese. In virtù dell'opposizione della classe di creditori chirografari la Corte riteneva il piano non omologabile in cram down per violazione della §1129(b)(2)(B)(ii) del BC. In particolare, la motivazione della Corte rigettava principalmente l'idea di aderire a casi precedenti che in merito alla stessa tematica precisavano che "creditors are generally free to do whatever they wish with the bankruptcy dividends they receive, including sharing them with other creditors, so long as recoveries received under the plan are not impacted."²¹³

– *New Value Exception*

Il meccanismo suddetto rappresenta il fulcro dell'absolute priority rule, la quale è il criterio di base nella determinazione di un trattamento minimo per i creditori chirografari. Essa crea, pertanto, un incentivo alla negoziazione facendo sì che tutti i soci operino al fine di ottenere il consenso più ampio possibile sulla proposta di piano. Tuttavia pur essendo interpretata rigidamente parte della giurisprudenza statunitense ha elaborato un'eccezione particolare, la c.d. new value exception.

La new value exception apre alla possibilità che i soci detengano un equity interest nel debtor in possession ove tale interesse sia valutato e versato in denaro nelle casse dello stesso debitore per un utilizzo proficuo nell'esecuzione del piano. La contribuzione dei soci dovrà essere (i) un'infusione di nuovo valore che non sia già intrinsecamente costituito o insito nella quota detenuta dal socio, (ii) necessaria ai fini della riorganizzazione, (iii) avente carattere sostanziale ove

²¹³ In re WorldCom, Case No. 02-13533, 2003 Bankr. LEXIS 1401, *179 (Bankr. S.D.N.Y., 2003). Worldcom traeva supporto da una lunga serie di pronunce pregresse quali Official Unsecured Creditors' Comm. v. Stern (In re SPM Mfg. Corp.), 984 F.2d 1305, 1313 (1° Cir. 1993); In re MCorp Fin., Inc., 160 B.R. 941, 960 (S.D.Tex. 1993); In re Teligent, Inc., 282 B.R. 765 (Bankr. S.D.N.Y. 2002); In re Nuclear Imaging, 270 B.R. 365, 373 (Bankr. E.D. Pa. 2001); In re Genesis Health Ventures, Inc., 266 B.R. 591, 602 (Bankr. D. Del. 2001); In re White Glove, Inc., No. 98-12493, 1998 Bankr. LEXIS 1303, *26-27 (Bankr. E.D. Pa., 1998)

comparata con il valore delle pretese dei creditori chirografari, (iv) ragionevolmente equivalente al valore ricevuto dai soci e al conseguente beneficio dei creditori, nonché (v) in denaro o in natura purché suscettibile di valutazione economica ²¹⁴.

Il rigore che è stato utilizzato nel verificare la sussistenza dei suddetti caratteri ha certamente determinato una scarsa applicazione e presenza di casi in cui la new value exception è stata efficacemente dibattuta. Nel caso *In re Bonner Mail Partnership*²¹⁵, la Corte riscontrava come tale eccezione “with its stringent requirements, survives”, sebbene dovesse essere interpretata caso per caso. Il rischio che molte Corti hanno riscontrato ogni qual volta tale eccezione sia stata sollevata è quello dell’abuso di una condizione di vantaggio in cui l’equity interest potrebbe essere mantenuto e riacquistato (buy-back) da parte dei vecchi soci a condizioni alterate non riconducibili ad un contesto di mercato. In tal senso, in *Bank of America National Trust and Savings Association v. 203 North LaSalle Street Partnership*²¹⁶, la Corte Suprema, pur non pronunciandosi espressamente sulla validità di questa eccezione, precisava che:

“it is enough to say, assuming that the new value corollary exists, that plans providing interest holders with an exclusive opportunity free from competition and without benefit of market valuation fall within the prohibitions of §1129(b)(2)(B)(ii)”,

in sostanza affermando il principio che il diritto dei soci di riacquistare un equity interest nel debtor in possession non può essere considerato un diritto esclusivo, e che questo, pur ritenuto ammissibile, deve essere contestualizzato e condotto in condizioni di mercato, contravvenendosi, in caso opposto, alla absolute priority rule di cui alla §1129(b)(2)(B) del BC.

Stante i suddetti requisiti, nella giurisprudenza statunitense non sono molti i casi che testimoniano l’omologazione del piano in cram down mediante utilizzo della

²¹⁴ Case v. L.A. Lumber Prods. Co., 308 U.S. 106, 121 (1939); *In re Bonner Mall P'ship*, 2 F.3d 899, 908-09 (9° Cir. 1993)

²¹⁵ 2 F. 3d. 899 (9° Cir. 1993).

²¹⁶ 526 U.S. 434 (1999).

suddetta eccezione²¹⁷. Nonostante questa difficoltà e rigidità interpretativa nella reale omologazione di un piano di concordato, il minacciare la predisposizione di un piano in cui si prospetta questo trattamento, ha tuttavia un riflesso diretto sulla negoziazione che certamente non va trascurato.

(iii) Trattamento degli Equity-holders

L'elemento di differenziazione con i trattamenti precedenti è certamente circoscritto alle ipotesi in cui non vi sarebbe una soddisfazione dei soci. Si afferma, infatti, la possibilità di provvedere per la classe dei soci:

- i. che ogni membro della stessa riceva, alla effective date of the plan, per la soddisfazione della propria pretesa un bene avente valore pari al maggiore tra (i) l'importo di liquidazione prefissato cui avrebbe diritto, (ii) ogni valore di redemption price della propria partecipazione a cui avrebbe diritto, o (iii) il valore del proprio credito; ovvero
- ii. che il titolare di interessi facente parte di classi di grado inferiore rispetto alla classe dissenziente, oggetto di verifica mediante il fair and equitable test, non riceva alcun bene per la soddisfazione delle proprie pretese. Pertanto, ciò che viene proibito è il riconoscimento di qualsiasi diritto in favore di coloro i quali siano membri di una classe subordinata rispetto a quella dissenziente all'approvazione del piano salvo che questi ultimi non siano stati soddisfatti nelle modalità suindicate.

²¹⁷ In re U.S. Truck Co., 800 F.2d 587-88 (6^o Cir. 1986); In re Way Apts, D.T., 201 B.R. 455-56 (N.D. Tex. 1996); In re Elmwood, 182 B.R. 845 (D. Nev. 1995).

2.3 Gestione della crisi mediante le “quick sales”: l'esempio di Chrysler

Dopo aver descritto nella parte precedente la normativa statunitense relativa al trasferimento aziendale ex §363 e ai requisiti previsti come presidio minimo di garanzia per l'approvazione giudiziale di un piano in sede di omologa occorre ora precisare come tali disposizioni abbiano interagito tra loro e come si siano sviluppati nella più recente casistica giurisprudenziale orientamenti diversi; orientamenti che, malgrado più o meno accenutate differenze, hanno “preferito” - in circostanze di crisi ed emergenza - supportare prontamente la conclusione di quick sales ex §363 per il salvataggio e la massimizzazione di valori aziendali, prescindendo talvolta dal verificare il rispetto dei trattamenti minimi previsti in sede di omologa anche nei casi più complessi in cui una loro applicazione avrebbe potuto ritenersi auspicabile per il ceto creditorio.

Tra i casi di maggior rilievo nella storia del diritto fallimentare statunitense, Chrysler rappresenta probabilmente l'esempio più emblematico in grado di testimoniare la peculiare flessibilità del Chapter 11 e altresì la versatilità di tale strumento giuridico nel disciplinare criticità e situazioni diverse adeguandosi alle esigenze del caso.

Come anticipato in premessa, Chrysler entrò e uscì dalla procedura di Chapter 11 in 42 giorni, trasformandosi nella più rapida riorganizzazione nella storia del diritto americano. Anche GM ebbe un iter altrettanto rapido e sostanzialmente modellato dal quasi simultaneo esito di Chrysler.

Tale rapidità, associata all'impiego della normativa delle “quick sales”, è stata oggetto di studio da parte della dottrina più attenta che in modo non univoco, se talvolta ha approvato i modi e i criteri di trasferimento utilizzati in alcuni casi, altre volte li ha vivamente criticati²¹⁸, rinnegando natura di precedente vincolante ai casi suddetti perchè ritenuti contrari alla best practice fallimentare statunitense

218 M. Roe D. Skeel, *Assessing the Chrysler Bankruptcy*, Michigan Law Review [vol 108:727].

e in specie alla ratio legis del Chapter 11.

Di seguito si cercherà di illustrare brevemente i termini di tale dibattito e le sue principali criticità. Tuttavia scopo precipuo di tale sezione dell'elaborato sarà quello di focalizzare l'attenzione sull'aspetto fattuale che consiste nel dato esperienziale e nella scelta degli operatori del diritto – in circostanze determinate di necessità e urgenza (ed entro limiti più o meno definiti) – di favorire e supportare in modo decisivo il principio di tutela del going concern, talvolta ignorando quei presidi minimi di garanzia sopra esaminati di cui alla §1129 del BC, il cui rispetto avrebbe potuto ritenersi auspicabile per il ceto creditorio in specie nei trasferimenti aziendali ante omologa, volti a redistribuire i valori tra i creditori e pertanto celanti veri e propri piani di riorganizzazione.

2.3.1 Chrysler: Critiche e Case Law

Chrysler era una società privata controllata dal fondo investimenti Cerberus. Al momento del deposito dell'istanza di apertura del Chapter 11 la situazione di indebitamento era la seguente: (i) i creditori privilegiati vantavano un credito pari a 6.9 miliardi di USD, (ii) un piano benefici per dipendenti (employee benefit plan) vantava un credito chirografario per 10 miliardi di USD, (iii) altri creditori commerciali vantavano crediti per 5.3 miliardi di USD, e (iv) obbligazioni contrattuali per rapporti in essere a quella data indebitavano ulteriormente la società per svariati miliardi di dollari²¹⁹.

Il governo statunitense costituì e finanziò un veicolo ad hoc (New Carco Acquisition LLC) che, mediante un trasferimento §363 acquistò sostanzialmente tutti gli assets di Chrysler per 2 miliardi di USD, offrendo: (i) ai creditori privilegiati un rimborso di 29 centesimi su un dollaro; (ii) ai titolari di diritti del piano benefici per dipendenti 4.6 miliardi di USD ed il 55% di quote del veicolo; (iii) ai creditori commerciali chirografari un pagamento del 100% del loro credito; e (iv) nulla ad altri creditori che vantavano pretese per responsabilità da prodotto

219 Affidavit di R. Kolka (First day pleadings), In re Chrysler LLC, 405 B.R. 84 (SDNY 2009).

di autoveicoli Chrysler già in circolazione su strada al momento dell'inizio della procedura.

Già da tale premessa è evidente come gli schemi di ripartizione previsti dalla absolute priority rule non furono prima facie rispettati. FIAT entrò nel consiglio di amministrazione del veicolo pur restando in un primo momento socio di minoranza, salvo poi esercitare una call option per l'acquisto complessivo del 51% del capitale sociale del veicolo.

La critica principale di parte della dottrina²²⁰ fu che in un contesto tradizionale gli schemi ripartizione e gli ordini di priorità sarebbero stati rispettati, e in particolare che i creditori privilegiati avrebbero ottenuto il valore di liquidazione del bene garantito (collateral) e avrebbero potuto concorrere per la rimanenza probabilmente pari a c.a. 5 miliardi di USD con gli altri creditori chirografari. Tuttavia in Chrysler il contesto non era un contesto tradizionale. L'intervento del governo statunitense e canadese infuse, infatti, 4 miliardi prima dell'inizio della procedura, 5 miliardi come finanziamento interinale durante la procedura e 6 miliardi come finanziamento a sostegno dell'esecuzione del piano. Secondo i più critici²²¹ tale iniezione di denaro e l'approvazione del trasferimento furono però condotti in modo poco trasparente distanziandosi dalla best practice fallimentare e in assenza di meccanismi alternativi che potessero giustificare la validità agli occhi del mercato come per esempio: un'effettiva negoziazione (bid contest) o un test di mercato.

La previsione della §363 è breve e come anticipato non contiene norme di coordinamento con la §1129 e i requisiti in essa previsti per l'omologazione giudiziale. La absolute priority rule e i requisiti minimi previsti dalla §1129²²² rappresentano presidi di garanzia fondamentali nell'ambito del sistema

220 M. Roe D. Skeel, *Assessing the Chrysler Bankruptcy*, Michigan Law Review [vol 108:729].

221 Cfr. L. Whiteman, *Buffett warns of Chrysler cramdown ramifications*, THEDEAL.COM, 5 maggio 2009, http://www.thedeal.com/dealscape/2009/05/buffett_warns_of_chrysler_cram.php; N. Bullock, *Painful lessons for lenders in Chrysler debacle*, FIN. TIMES, 7 maggio 2009; T. Hals, *Chrysler secured creditor to fight "illegal" plan*, REUTERS, 7 maggio 2009.

222 Vedi supra; in tema di absolute priority rule si veda, inter alia, M. J. Roe, *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, 87-117 (2° ed. 2007); E. Warren & Jay L. Westbrook, *The Law of Debtors and Creditors*, 396-402 (6° ed. 2009).

statunitense per tutti i creditori e in specie per quelli dissenzienti all'approvazione di un piano di riorganizzazione.

In verità, le previsioni delle due sezioni del BC non appaiono in contrasto qualora il trasferimento riguardi un asset specifico o, in ogni caso, lasci inalterati gli schemi di ripartizione e priorità tra i creditori. Tuttavia, sono i casi più complessi quelli in cui una cessione aziendale può risultare in un'alterazione dei suddetti schemi, trasformandosi de facto, in una riorganizzazione ante omologa; ciò determina una redistribuzione di valori tra i creditori che secondo la dottrina maggioritaria andrebbe valutata in conformità alla §1129 del BC.

Il rischio è pertanto di bypassare alcune protezioni e requisiti fondamentali del Chapter 11 quali gli obblighi di disclosure, le percentuali di voto necessarie all'approvazione del piano (§1129(a)(8) del BC), ovvero - in assenza del consenso - i criteri del cram down (§1129(b) del BC), tutti non disciplinati direttamente dalla §363 del BC.

In tal senso, le previsioni andrebbero conciliate mantenendo la capacità attrattiva dei trasferimenti ex §363 nei casi di urgenza e riducendo gli spazi di discrezionalità mediante meccanismi che possano garantire – seppur sommariamente – il rispetto dei requisiti di omologa e una massimizzazione del going concern value²²³.

Le considerazioni relative alla conformità dei trasferimenti §363 ai di requisiti di omologa §1129 erano già state esaminate dalla dottrina e dalla giurisprudenza statunitense precedente a Chrysler. Negli anni 80', casi di rilievo furono decisi stabilendo che al fine di promuovere un trasferimento §363 dovesse sussistere una reale ed effettiva “business reason”, consistente in uno stato di necessità e/o urgenza, ovvero in un accelerato deterioramento degli assets aziendali. Secondo tali pronunce un trasferimento §363, pur così giustificato, non potrebbe includere termini che, de facto, sarebbero invece più propriamente previsti in un piano di

223 M. Roe D. Skeel, *Assessing the Chrysler Bankruptcy*, Michigan Law Review [vol 108:727]; W. J. Blum, *The Law and Language of Corporate Reorganization*, 17 U.Chi. L. Rev. 565, 572 (1950); K. O'Rourke, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 reorganizations*, 2005 Colum. Bus. L. Rev. 403, 427 (2005); Mark J. Roe, *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, 83 Colum. L. Rev. 527 (1983).

riorganizzazione, e più propriamente disciplinate dalla §1129. Qualora un trasferimento celasse un piano di riorganizzazione (c.d. sub rosa plans) la Corte, al fine di approvarla, dovrebbe assicurare meccanismi efficaci, in grado di garantire i creditori in modo simile o equivalente a quanto previsto dalla §1129.

La prima casistica inerente ai trasferimenti ante omologa pertanto mostrò un approccio scettico o talvolta misurato, e possibilmente adeguato nel rispondere alle esigenze di mercato non così sviluppato come quello dei primi anni 80²²⁴.

In casi successivi quale Lionel²²⁵ la Corte precisò la fondamentale importanza della giustificazione economica dell'istanza di trasferimento, affermando che “we adopt requires that a judge determining a § 363(b) application expressly find from the evidence presented before him at the hearing a good business reason to grant such an application. [...] [I]t is easy to sympathize with the desire of a bankruptcy court to expedite bankruptcy reorganization proceedings for they are frequently protracted. ‘The need for expedition, however, is not a justification for abandoning proper standards.’ [...] In fashioning its findings, a bankruptcy judge must not blindly follow the hue and cry of the most vocal special interest groups; rather, he should consider all salient factors pertaining to the proceeding and, accordingly, act to further the diverse interests of the debtor, creditors and equity”. Dall'evidente scetticismo presente in Lionel - probabilmente esistente a causa del suddetto sviluppo ancora embrionale del mercato - la casistica passò a un approccio più concreto ma al contempo capace di identificare immediatamente la criticità del mancato coordinamento tra le previsioni della §363 e della §1129 del BC qualora il trasferimento avesse celato, de facto, un vero e proprio piano di riorganizzazione. Tale criticità fu prima identificata in Brainiff²²⁶ in cui la Corte

224 Vedi D. G. Baird & R.K. Rasmussen, Chapter 11 at Twilight, 56 Stan. L. Rev. 673 (2003); Douglas G. Baird, The New Face of Chapter 11, 12 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 69, 73 (2004) (“[S]ales are now part of the warp and woof of [C]hapter 11 practice. Of the 10 largest [C]hapter 11s of 2002, eight used the bankruptcy court as a way of selling their assets to the highest bidder, whether piecemeal or as a going concern.”); cfr. L. LoPucki & J. W. Doherty, Bankruptcy Fire Sales, 106 Mich. L. Rev. 1, 24–25 (2007) (sharply criticizing sales).

225 Comm. of Equity Sec. Holders v. Lionel Corp. (In re Lionel Corp.), 722 F.2d 1063, 1069 (2^o Cir. 1983).

226 Pension Benefit Guar. Corp. v. Braniff Airways, Inc. (In re Braniff Airways, Inc.), 700 F.2d 935, 940 (5^o Cir. 1983). Brainiff ha costituito a lungo un precedente di rilievo a livello

conclude che “[t]he debtor and the Bankruptcy Court should not be able to short circuit the requirements of Chapter 11 for confirmation of a reorganization plan by establishing the terms of the plan sub rosa in connection with the sale of assets”. Il c.d. Brainiff standard è stato di recente riaffermato nel secondo distretto d’appello in *In re Iridium*²²⁷ in cui la Corte ha vietato un trasferimento di assets § 363 ““if [the sale] would amount to a sub rosa plan of reorganization [...] based on a fear that a [bankrupt] will enter into transactions that will, in effect, ‘short circuit the requirements of [C]hapter 11 for confirmation of a reorganization plan. [...] [W]hether a particular settlement’s distribution scheme complies with the Code’s priority scheme must be the most important factor for the bankruptcy court to consider when determining whether a settlement is ‘fair and equitable’ [...] The court must be certain that parties to a settlement have not employed a settlement as a means to avoid the priority strictures of the Bankruptcy Code”.

Un ulteriore approccio improntato alla maggiore flessibilità è stato mostrato durante la riorganizzazione di Continental Airlines in cui la Corte ha sottolineato l’importanza della giustificazione economica del trasferimento e dei presidi minimi di garanzia della §1129 nei casi in cui tale operazione intacchi gli schemi di ripartizione e priorità, precisando che “[W]e hold that when an objector to a proposed transaction under § 363(b) claims that it is being denied certain protection because approval is sought pursuant to § 363(b) instead of as part of a reorganization plan, the objector must specify exactly what protection is being denied. If the court concludes that there has in actuality been such a denial, it may

giurisprudenziale come si evidenzia, inter alia, in *Clyde Bergemann, Inc. v. Babcock & Wilcox Co.* (In re Babcock & Wilcox Co.), 250 F.3d 955, 960 (5° Cir. 2001) (“Braniff stands [...] for the proposition that the provisions of § 363 permitting a trustee to use, sell, or lease the assets do not allow a debtor to gut the bankruptcy estate before reorganization or to change the fundamental nature of the estate’s assets in such a way that limits a future reorganization plan.”); in dottrina, Craig A. Sloane, *The Sub Rosa Plan of Reorganization: Side-stepping Creditor Protections in Chapter 11*, 16 Bankr. Dev. J. 37 (1999) (surveying cases through 1999).

227 *Motorola, Inc. v. Official Comm. of Unsecured Creditors (In re Iridium Operating LLC)*, 478 F.3d 452, 466 (2° Cir. 2007) (che cita *In re Braniff Airways*, 700 F.2d 940). In senso contrario, due anni prima, lo stesso distretto d’appello affermava che “it is well established that section 363(b) is not to be utilized as a means of avoiding Chapter 11’s plan confirmation procedures. Where it is clear that the terms of a section 363(b) sale would preempt or dictate the terms of a Chapter 11 sale, the proposed sale is beyond the scope of section 363(b) and should not be approved under that section.” *Contrarian Funds, LLC v. Westpoint Stevens, Inc. (In re Westpoint Stevens, Inc.)*, 333 B.R. 30, 52 (S.D.N.Y. 2005).

then consider fashioning appropriate protective measures modeled on those which would attend a reorganization plan”²²⁸.

Il rimodellare o creare meccanismi tali da garantire le protezioni previste dalla §1129 ha rappresentato un'apertura ai trasferimenti straordinari da parte della giurisprudenza. Secondo la dottrina più diffidente verso tale apertura ciò dovrebbe tradursi nell'adozione dei rimedi e/o meccanismi alternativi ai requisiti previsti dalla §1129 del BC quali i seguenti: (i) la predisposizione di una valutazione giudiziale degli assets in base ad una perizia che evidenzi il rispetto dei trattamenti minimi di cui alla §1129²²⁹, (ii) la manifestazione di un consenso effettivo e genuino da parte dei soggetti interessati²³⁰, (iii) conduzione del trasferimento sul mercato con modalità competitive idonee a massimizzarne il valore²³¹.

228 Institutional Creditors of Cont'l Air Lines, Inc. v. Cont'l Air Lines, Inc. (In re Cont'l Air Lines, Inc.), 780 F.2d 1223, 1228 (5° Cir. 1986); In re Crowthers McCall Pattern, Inc., 114 B.R. 877, 885 (Bankr. S.D.N.Y. 1990).

229 Anche se potenzialmente rappresenta il meccanismo di tutela più aperto al contraddittorio e più diretto nella definizione del valore aziendale, tale rimedio non è generalmente il più semplice da realizzare e non è, in ogni caso, il solo adoperato nella prassi. Ciò poiché con esso si confrontano più consulenti di parte che nel mero tentativo di tutelare l'interesse del cliente, rendono le loro perizie prive di qualsiasi grado di obiettività.

230 La §1129(a)(8) permette di omologare un piano difforme dagli schemi di ripartizione e priorità previsti dall'absolute priority rule, qualora sussista il consenso della classe dei creditori con le maggioranze di cui alla § 1126 del BC. La ragione che giustifica tale previsione è di consentire nei casi in cui una valutazione peritale sia incerta che le classi di creditori esprimano comunque il proprio consenso favorendo la risoluzione in via concordataria della crisi. Occorre però che il consenso sia valido ed espresso in buona fede (i.e. scevro da conflitti di interesse di qualsiasi natura da parte dei soggetti titolari del diritto di voto che possano inficiarne la genuinità (§ 1126(e) del BC). In re Allegheny Int'l, Inc., 118 B.R. 282, 289 (Bankr. W.D. Pa. 1990); In re Dune Deck Owners Corp., 175 B.R. 839, 845 (Bankr. S.D.N.Y. 1995); cfr. In re Iridium Operating LLC, 478 F.3d 452, 465 (2° Cir. 2007).

231 Risalgono al 2006 le linee guida della corte fallimentare newyorkese (In re Adoption of Guidelines for the Conduct of Asset Sales, General Order M-331 (Bankr. S.D.N.Y. Sett. 5, 2006), disponibili su <http://www.nysb.uscourts.gov/orders/m331.pdf>) in cui si prevede che i termini delle vendite §363 siano resi noti ai potenziali acquirenti, che il mercato sia in grado di definire un valore aziendale x per gli assets oggetto di compravendita e che il prezzo offerto dal potenziale aggiudicatario sia il più elevato possibile. La determinazione di un valore x di mercato risulta pertanto l'antidoto principale a eventuali lacune di protezione per i creditori nei casi in cui vendite straordinarie da concludersi celermente siano approvate senza una previa e dettagliata analisi di conformità ai criteri di omologa §1129 del BC. Come precisato dalla Corte in North LaSalle “Under a plan granting an exclusive right, making no provision for competing bids or competing plans, any determination that the price was top dollar would necessarily be made by a judge in bankruptcy court, whereas the best way to determine value is exposure to a market.” (cfr. Bank of Am. Nat'l Trust & Sav. Ass'n v. 203 N. LaSalle St. P'ship, 526 U.S. 434, 457 (1999)).

Secondo gli stessi e più critici oppositori²³², in Chrysler non fu però implementato alcuno dei rimedi e/o meccanismi suddetti e in particolare:

- la valutazione giudiziale non fu completa e si basò esclusivamente sulla perizia depositata dal debitore, in assenza di un vero contraddittorio con altri creditori che – in assenza dei tempi necessari – non furono in grado di presentare documentazione e/o loro perizie di parte;
- il consenso dei principali creditori - Citigroup, J.P. Morgan, Goldman Sachs e Morgan Stanley – fu espressione di un contesto di conflitto d'interessi in ragione del precedente finanziamento per c.a. 90 miliardi di USD emesso dal Tesoro statunitense (i.e. il futuro acquirente degli assets di Chrysler) in favore degli stessi creditori e pertanto avrebbe dovuto essere ritenuto invalido ai sensi della § 1126 (e) del BC²³³;
- il trasferimento non fu condotto con modalità realmente idonee ad assicurare un bid contest; ciò fu dovuto in parte alla celerità della procedura, velocizzata in ragione dello stato di emergenza (per taluni presunto) che viveva l'impresa e dall'assenza di effettiva competitività e di trasparenza esistente sin da una fase antecedente all'apertura del Chapter 11 in cui il governo finanziatore aveva già deciso la struttura del deal, de facto, limitando e disincentivando la presentazione di offerte differenti da parte di terzi che: (i) ritenevano fosse rischioso offrire più di quanto avesse offerto, direttamente o indirettamente, un “insider” (come il governo medesimo) e (ii) ritenevano inaccettabili gli obiettivi di policy definiti da governo e perseguiti tramite il trasferimento.

Alla luce di quanto sopra, la preoccupazione primaria evidenziata dalla dottrina maggioritaria è che l'approvazione del trasferimento in Chrysler (poi confermata

232 M. Roe D. Skeel, *Assessing the Chrysler Bankruptcy*, Michigan Law Review [vol 108:741 et seq.].

233 I voti di chi persegue “an interest other than an interest as a creditor,” ovvero di coloro che perseguono un “ulterior purpose” non dovrebbero essere conteggiati ai fini dell'approvazione del piano (cfr. Collier on Bankruptcy ¶ 1126.06[1] (Alan N. Resnick & Henry J. Sommer eds., 15th ed. rev. 2009); cfr. *In re Holly Knoll Partnership*, 167 B.R. 381, 385 (Bankr. ED. Pa. 1994). In dottrina si veda, inter alia, P. D. Fleming, *Credit Derivatives Can Create a Financial Incentive for Creditors to Destroy a Chapter 11 Debtor: Section 1126(e) and Section 105(a) Provide a Solution*, 17 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 189, 200–09 (2009).

in appello) in assenza di rimedi e/o meccanismi alternativi di protezione dei creditori possa (i) aver un peso notevole nei futuri casi di trasferimento straordinario conclusi in sede di Chapter 11 e (ii) riverberarsi negativamente sul mercato di capitale (capital markets)²³⁴. Tali trasferimenti potrebbero, infatti, (i) celare piani di riorganizzazione (sub rosa reorganization plans) che, alla luce della lettura che di Chrysler fa tale parte della dottrina, potrebbero essere approvati in violazione dei presidi di garanzia fissati nel mainstream giurisprudenziale precedente²³⁵, e in specie in violazione dell'absolute priority rule e delle considerazioni di giustizia ed equità presenti nella §1129(b), attivabile in sede di cram down.

Le considerazioni di cautela e le preoccupazioni su enunciate hanno trovato oppositori in una parte della dottrina minoritaria²³⁶ la cui prospettiva differisce radicalmente dalla tesi suesposta, sostenendo la conformità di Chrysler alla normativa fallimentare e ai criteri dettati dalla giurisprudenza precedente²³⁷.

234 L'influenza di Chrysler è evidente nella procedura di General Motors in cui la Corte, a seguito della conferma in appello di Chrysler concluse che "we here have a hugely important additional fact. The [Second] Circuit affirmed Chrysler 'substantially for the reasons stated in the opinion below. [...] [II]t is not just that the Court feels that it should follow Chrysler. It must follow Chrysler. The Second Circuit's Chrysler affirmance [...] is controlling authority." (In re Gen. Motors Corp., 407 B.R. 463, 497 (Bankr. S.D.N.Y. 2009)). Riguardo all'impatto di Chrysler nella trattazione di casi anche al di fuori del secondo distretto d'appello si veda, inter alia, In re Dewey Ranch Hockey, LLC, 406 B.R. 30, 42 (Bankr. D. Ariz. 2009); A. Jones & M. Spector, Creditors Cry Foul at Chrysler Precedent, Wall St. J., June 13, 2009, at B1 ("[Chrysler's] restructuring is altering the bankruptcy landscape well beyond the auto industry. Within days [...] a lawyer in the bankruptcy case of the National Hockey League's Phoenix Coyotes invoked Chrysler in trying to push through the speedy sale of the team.").

235 In specie dei casi pregressi in cui le Corti rigettavano istanze di vendita §363 prive di previsioni di garanzie minime per il ceto creditorio che avrebbero realizzato uno squeeze out dei creditori di minoranza.

236 Cfr. S.J. Lubben, No Big Deal: The GM and Chrysler Cases in Context, Am. Bankr. Journal, vol. 83, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1467862>.

237 Vedi supra. In breve, dalla giurisprudenza su indicata, appare chiaro l'approccio del quinto e del secondo distretto. Se il quinto distretto ha adottato un'interpretazione per cui i piani di riorganizzazione celati sottoforma di vendite straordinarie debbano conformarsi alle previsioni del BC in tema di omologa, in specie quando la vendita interessa tutti gli assets aziendali, nel secondo distretto esiste una maggiore flessibilità ritenendosi che le suddette vendite ante-omologa possano persino violare la absolute priority rule, ove vi sia una "compelling business justification". Il risultato di queste interpretazioni è che sino al momento in cui la Corte Suprema o il Congresso non si pronunceranno sul punto, fissando termini precisi per distinguere vendite da piani di riorganizzazione ordinaria e per disciplinare l'estensione e la tipologia delle protezioni spettanti ai creditori in caso di vendita ante-omologa la venue (lex fori) sarà influente nel determinare la lettura del caso di specie e l'andamento del Chapter 11. (in tema di flessibilità della procedura

In tale prospettiva, ove conformi agli standard fissati dalla giurisprudenza dei relativi distretti, i trasferimenti straordinari sono strumenti legittimi, sviluppatasi ancor di più a seguito degli emendamenti del 2005 al BC²³⁸, che offrono al debitore in crisi un'alternativa (più rapida) per massimizzare il valore del going concern e distribuire il ricavato ai creditori regolarmente “insinuati”²³⁹.

Le ragioni per sostenere la correttezza e fondatezza della decisione in Chrysler sono essenzialmente ricondotte al dato fattuale da cui emergeva un ampio consenso del ceto creditorio. L'unico vulnus in tale manifestazione di consenso del ceto creditorio²⁴⁰ fu il rigetto espresso dal fondo pensioni dell'Indiana (Indiana Pension Fund). Tale fondo propose istanza di opposizione, poi rigettata dalla Corte sia nel merito che per vizio di legittimazione ad agire; a tal riguardo, infatti, in base ad un accordo stipulato con le banche e altri creditori privilegiati che nominavano Chase, in qualità di soggetto agente, quest'ultima era l'unico ed esclusivo titolare legittimato ad esercitare qualsiasi tipo di azione o rimedio (c.d. “Collection Enforcement Action”) “under the [UCC],....or under any Bankruptcy Law or other applicable law”²⁴¹.

In questa prospettiva la dottrina minoritaria non rinnega la validità/necessità di predisporre rimedi alternativi similmente a quanto proposto dalla dottrina maggioritaria, ma, soltanto, reinterpreta il dato fattuale in modo radicalmente opposto, sostenendo la genuinità del consenso espresso in Chrysler ed il

“competitiva” della vendita straordinaria ex §363 cfr. In re Food Barn Stores, Inc., 107 F.3d 558, 565 (8° Cir. 1997).

238 Cfr. S.J. Lubben, Systematic Risk & Chapter 11 (May 4, 2009). Temple Law Review, 2009; Seton Hall Public Law Research Paper No. 1399015, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1399015>.

239 Per i casi di vendita più rilevanti cfr. Lynn M. LoPucki & Joseph W. Doherty, Bankruptcy Fire Sales, 106 Mich. L. Rev. 1 (2007); di recente cfr. In re Eddie Bauer Holdings, Inc., et al., Case No. 09---12099 (Bankr. D. Del. 2009). In re Filene's Basement, Inc., et al., Case No. 09---11525 (Bankr. D. Del. 2009). In re Ritz Camera Centers, Inc., Case No. 09---10617 (Bankr. D. Del. 2009). Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance, 154 U. Pa. L. Rev. 1209, 1229 (2006).

240 E' opportuno precisare che per questa parte della dottrina il consenso mostrato dal ceto creditorio va ritenuto genuino in assenza di qualsiasi elemento di prova depositato in fase di discovery processuale. Cfr. S.J. Lubben, No Big Deal: The GM and Chrysler Cases in Context, Am. Bankr. Journal, vol. 83, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1467862>.

241 In re Chrysler LLC, 405 B.R. 84, 104 (Bankr. S.D.N.Y.), aff'd, 576 F.3d 108 (2° Cir. 2009).

conseguente “cleansing effect” di tale consenso²⁴². Pertanto, la genuinità del consenso creditorio costituisce uno degli elementi fondanti per sostenere la correttezza [di Chrysler e] di un trasferimento straordinario dell'azienda in una fase precedente l'omologa in cui la celerità d'azione risulta di primaria importanza. Come notato dal giudice Gonzales, infatti, in Chrysler la speditezza non era un elemento di novità poiché “[t]he sale transaction is similar to that presented in other cases in which exigent circumstances warrant an expeditious sale of assets prior to confirmation of a plan [and] the fact that the U.S. government is the primary source of funding does not alter the analysis under bankruptcy law.”²⁴³

In questa prospettiva, secondo la dottrina minoritaria, i più critici verso Chrysler hanno evitato di vedere la realtà dei fatti nascondendosi dietro argomentazioni teoriche con scarso fondamento nella realtà. Tra queste quelle di:

- Baird²⁴⁴ che affermava che le procedure di vendita non fossero

242 Similmente al “cleansing mechanism” predisposto nel diritto societario statunitense nel disciplinare l'approvazione di operazioni in conflitto di interesse al di fuori di contesti concorsuali. Cfr. Delaware General Corporation Law §144:

“(a) No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization in which 1 or more of its directors or officers, are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because any such director's or officer's votes are counted for such purpose, if: (1) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or

(2) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the shareholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the shareholders; or

(3) The contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the shareholders.

(b) Common or interested directors may be counted in determining the presence of a quorum at a meeting of the board of directors or of a committee which authorizes the contract or transaction (<http://codes.lp.findlaw.com/decode/8/1/IV/144#sthash.wI9vQg84.dpuf>).

243 In re Chrysler LLC, 405 B.R. 84, 87 (Bankr. S.D.N.Y.), aff'd, 576 F.3d 108 (2nd Cir. 2009). In verità, Chrysler non fu il primo caso in cui si evidenziò una tale celerità. Già in Lehman Brothers l'operazione di vendita fu completata in un tempo inferiore, differenziandosi per l'assenza dell'intervento statale. S. J. Lubben, *The Sale of the Century and Its Impact on Asset Securitization: Lehman Brothers*, 27 Am. Bankr. Inst. Journal N. 10, p. 1 (2009).

244 D. Baird, *Testimonianza presso House Subcommittee on Commercial and Administrative Law*

sufficientemente flessibili da consentire l'ingresso di nuovi offerenti, rendendo il trasferimento una mera riorganizzazione priva delle tutele di cui alla §1129 del BC e posta in violazione degli standard giurisprudenziali precedenti; secondo Lubben²⁴⁵ ciò non rispondeva al dato reale, poiché non essendoci altri partecipanti alla gara, essendo Chrysler stata sul mercato sin da prima dell'attivazione del Chapter 11, la modalità e la procedura scelti per il trasferimento non erano determinanti; pertanto, in tale ottica, non sussistevano elementi per non giudicare come migliore possibile l'unica offerta ricevuta, e quindi, come corretta la decisione della Corte di autorizzare il trasferimento²⁴⁶;

- Adler²⁴⁷ che sosteneva la netta violazione delle disposizioni della §1129 affermando che “Chapter 11 contains rules designed precisely to protect creditors from a judicial determination with which the creditors disagree. When Judge Gonzalez approved the Chrysler sale, he stripped these protections from the secured creditors [in violation of the] fair and equitable [and] no unfair discrimination [provisions of § 1129(b) that should have been applied to protect the interests of senior creditors]”; anche in questo caso, secondo parte della dottrina minoritaria, vi erano alcune flaws nella visione di Adler ascrivibili ai seguenti fattori: (i) come brevemente illustrato in precedenza la giurisprudenza del secondo distretto non richiedeva applicazione diretta della §1129 in ipotesi di trasferimenti straordinari, bensì riteneva che la absolute priority rule potesse essere ignorata al di fuori della fase di omologa ove vi fosse una fondata giustificazione²⁴⁸; (ii) le protezioni di cui alla §1129(b) sono

⁷⁴ (<http://judiciary.house.gov/hearings/pdf/Baird090722.pdf>).

²⁴⁵ Cfr. S.J. Lubben, No Big Deal: The GM and Chrysler Cases in Context, *Am. Bankr. Journal*, vol. 83, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1467862>.

²⁴⁶ Anche gli stessi creditori non avevano effettuato alcuna offerta ex §363 (k) del BC, ad ulteriore dimostrazione che il prezzo non potesse che essere il prezzo massimo ottenibile in quel momento storico sul mercato.

²⁴⁷ B. Adler, Testimonianza presso TARP Congressional Oversight Panel (<http://cop.senate.gov/documents/testimony---072709---adler.pdf>).

²⁴⁸ *Motorola, Inc. v. Official Comm. of Unsecured Creditors and J.P. Morgan Chase Bank, N.A.* (In re Iridium Operating LLC), 478 F.3d 452, 466 (2d Cir. 2007). In breve, secondo la posizione

protezioni nei confronti di una classe di creditori che abbia espresso voto negativo²⁴⁹ rispetto a un piano di riorganizzazione; avendo avuto il 90% dei consensi dai creditori, de plano, le suddette protezioni non troverebbero applicazione

2.3.2 *La criptica pronuncia della Corte Suprema*

Prescindendo dal contrasto delle visioni esistenti in dottrina, un contributo interessante sulla vicenda Chrysler lo si deve altresì alla pronuncia della Corte Suprema che rigettando la mozione di sospensiva del ricorrente (Indiana Funds) ha di fatto avallato il completamento della vendita ai sensi della §363 (b) del BC; salvo poi [sei mesi più tardi, nel dicembre del 2009 mediante un breve e criptico provvedimento] annullare la decisione del giudice d'appello²⁵⁰ (in cui si confermava l'autorizzazione alla vendita aziendale del giudice di prime cure),

minoritaria, l'argomentazione di Adler rappresenterebbe un mero auspicio che riflette lo stato della giurisprudenza del 5° distretto, un distretto che tuttavia è diverso da quello in cui il caso Chrysler venne incardinato.

249 Nel valutare la possibile confutazione di tale approccio andrebbe altresì considerato quanto segue: (i) si dovrebbe dimostrare la non genuinità del voto dei creditori, in specie delle altre banche, creditori privilegiati, che avrebbero avuto un conflitto nel votare contro il piano finanziato e dettato dal governo, a sua volta loro finanziatore (tuttavia, come suindicato, dalla fase di discovery non emersero elementi probatori sufficienti a dimostrare l'esistenza di un tale conflitto; (ii) in secondo luogo, la presunta violazione dell'absolute priority rule, che non risulta inderogabile nel mainstream giurisprudenziale del secondo distretto, non sarebbe comunque applicabile ai creditori privilegiati, che nell'ambito del cram down §1129 (b) hanno diritto a "receive the present value of its collateral" o (cfr., *In re Arden Properties, Inc.*, 248 B.R. 164, 173-74 (Bankr. D. Az. 2000)); (iii) in ultimo anche se i creditori, per il suddetto conflitto, avessero dovuto essere inseriti in classi separate, non vi sono previsioni del BC o in giurisprudenza che prevedano che tale suddivisione avrebbe avuto la conseguenza di superare l'attribuzione a Chase, in qualità di agente, di ogni diritto di voto e/o azione sul piano proposto (i.e. Indiana in quanto unico creditore non votante non avrebbe in ogni caso avuto una legittimazione diretta ad esprimere il proprio consenso o esercitare qualsiasi azione, sostituendosi a Chase).

250 *Ind. State Police Pension Trust v. Chrysler LLC (In re Chrysler LLC)*, 576 F.3d 108 - 118 (2° Cir. 2009). Appello che confermava la decisione del giudice di prime cure affermando la giustificatazza dell'operazione di vendita per salvaguardare il valore di beni aziendali (assimilati ai c.d. "perishable" assets) che a causa di circostanze concomitanti potrebbe essere pregiudicato nell'imminente futuro (i.e. rischi ascrivibili ai seguenti fattori: che Fiat (unico offerente) lasciasse il tavolo negoziale dopo il 15 giugno; che il valore del going concern continuasse a ridursi stante il fermo dell'attività aziendale e il continuo utilizzo delle riserve per il pagamento dei salari e dei contratti in corso di esecuzione (come le locazioni, etc.).

ordinando al medesimo giudice di ritenere inammissibile (moot) il ricorso in appello dei creditori privilegiati ²⁵¹.

Secondo la dottrina maggioritaria²⁵², la decisione tardiva della Corte Suprema è espressione di un disaccordo in merito all'interpretazione della §363 (b) effettuata dai giudici d'appello, il cui effetto sarebbe quello di precludere (o almeno limitare) l'efficacia di precedente vincolante esistente per altri casi successivi a Chrysler.

Ciò che ha suscitato particolare attenzione è stata la tempistica e la cripticità della pronuncia. Una pronuncia frutto di un ricorso che i fondi pensione dell'Indiana hanno presentato presso la Corte Suprema, chiedendo, inter alia, la sospensione della vendita di Chrysler. A tal riguardo, se l'8 giugno, il giudice Ginsburg ordinò una temporanea sospensione, soltanto il giorno dopo, in una "per curiam opinion", la Corte rigettò la richiesta di sospensione del ricorrente precisando che una sospensione avrebbe rappresentato "an exercise of judicial discretion", che il ricorrente non aveva dimostrato quali fossero "the circumstances justify an exercise of that discretion"²⁵³, e che per stabilire tali circostanze occorreva che il ricorrente dimostrasse: "(1) a reasonable probability that four Justices will consider the issue sufficiently meritorious to grant certiorari...; (2) a fair prospect that a majority of the Court will conclude that the decision below was erroneous; and (3) a likelihood that irreparable harm will result from the denial of the stay".

Anche in tal caso la dottrina si è affrettata a trovare ragioni di principio e/o di natura politica tali da giustificare la pronuncia della Corte Suprema, talvolta dimentica dei ragionamenti più semplici (e forse più corretti)²⁵⁴ che avrebbero richiesto una lettura della normativa statunitense mediante applicazione del disposto della §363 (m)²⁵⁵ del BC. Da tale previsione, infatti, si evince

251 Ind. State Police Pension Trust v. Chrysler LLC, 130 S. Ct. 1015 (2009).

252 F. N. David, *Interpreting the Supreme Court's Treatment of the Chrysler Bankruptcy and its Impact on Future Business Reorganizations*, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1621757>

253 *Indiana State Police Pension Trust, et al. v. Chrysler LLC, et al.*, 129 S. Ct. 2275 (U.S. June 8, 2009) (No. 08A1096).

254 Come in breve illustrato da Kagan, *Solicitor General in Opposition at 9-10, Ind. State Police Pension Trust, et al., Petitioners v. Chrysler LLC, et al.* 130 S. Ct. 1015 (U.S. 2009) (No. 09-285).

255 §363 (m): "The reversal or modification on appeal of an authorization under subsection (b)... of this section of a sale... of property does not affect the validity of a sale... under such

chiaramente come il “reversal or modification” della vendita non avrebbe potuto aver luogo dopo il rigetto della mozione di sospensione e il conseguente trasferimento della proprietà; da ciò derivandone che l'unico risultato possibile fosse appunto quello di pronunciarsi per l'annullamento e l'inammissibilità dell'appello, in quanto, ogni altra contestazione relativa a profili di distribuzione e ripartizione tra i creditori avrebbe costituito un “reversal or modification”, espressamente vietati ai sensi della suddetta previsione.

authorization to an entity that purchased... such property in good faith, whether or not such entity knew of the pendency of the appeal, unless such authorization and such sale... w[as] stayed pending appeal”.

2.4 Riflessioni Conclusive

Un'estrinsecazione di negoziabilità 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. Ciò veniva posto in premessa come ratio della procedura statunitense del trasferimento aziendale esaminata in questa sezione dell'elaborato. Tale ratio concretatasi in Chrysler, pur in presenza di contestazioni e letture divergenti, ha promosso il perseguimento della tutela del "principio di massimizzazione del going concern". In tal senso, 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 – che ne avrebbe goduto nei casi di riorganizzazione secondo quanto previsto dalla §1129 del BC – verso la tutela e massimizzazione del valore aziendale. Occorre però precisare che pur accelerando i tempi, in Chrysler non si è mancato di ottemperare al rispetto dei criteri di ragionevolezza e di conformità ai principi del "due process of law"²⁵⁶ che in un contesto così flessibile rappresentano baluardi imprescindibili di legalità posti a salvaguardia della validità delle procedure previste dal sistema statunitense. La flessibilità della lettura della compliance giuridica si è pertanto miscelata a uno scopo superiore volto alla massimizzazione del going concern value, mostrando come in situazioni di urgenza i requisiti esaminati sopra relativi all'approvazione del piano in fase di omologa possano talvolta essere by-passati al fine di giungere ad un trasferimento celere il cui ricavato andrà a beneficio dei creditori. A tal riguardo, potrebbero ritenersi comprensibili le preoccupazioni di chi vede ampi spazi di discrezionalità e dubbi confini nel distinguere un mero trasferimento da un trasferimento che, de facto, realizza un piano di

256 Estratto intervento del giudice Peck (giudice competente per il caso Lehman Bros.) durante il Convegno Fondazione CESIFIN Alberto Predieri - IL RISANAMENTO D'IMPRESA 5 ANNI DOPO LEHMAN, Firenze, 28 maggio 2013.

riorganizzazione usurpando e redistribuendo valori in violazione dei requisiti previsti dalla §1129. Tuttavia, sino al momento in cui la Corte Suprema o il Congresso non si pronunceranno sul punto, fissando termini precisi per distinguere i meri trasferimenti da più o meno complessi piani di riorganizzazione in caso di operazioni di trasferimenti ante-omologa, un tale problema non potrà che essere risolto affidandosi al rispetto dei criteri di ragionevolezza e di conformità al “due process of law”. Criteri di ragionevolezza che hanno trovato estrinsecazione nelle pronunce d’appello del secondo distretto, che dopo aver ritenuto sussistente, in base alle argomentazioni del debitore, una “proper business justification”, hanno ragionato sui costi che un’eventuale liquidazione avrebbe determinato e su quanto valore, invece, sarebbe stato preservato o massimizzato mediante un trasferimento celere, frutto di negoziazioni aperte e trasparenti al mercato²⁵⁷. A tal proposito, infatti, è stata l’esistenza di un mercato di riferimento ad accrescere l’esigenza di celerità ed al contempo richiedere, con maggior forza la conclusione di trasferimenti aziendali ante omologa. Lo sviluppo del mercato statunitense dei distressed assets²⁵⁸ ha consentito la promozione di tali procedure permettendo al giudice, in assenza di un consenso espresso del ceto creditorio, di giustificare, conformemente ai criteri di ragionevolezza e due process, le proprie decisioni di vendita in base a dati obiettivi derivanti dal benchmark del mercato. In un’ottica prettamente aziendalistica potremmo pertanto affermare che i principi analizzati nella sub-sezione 1.4. relativi a efficienza, tempestività degli interventi, e (forse non sempre quello di) equità ricorrono nella casistica statunitense recente relativamente ai trasferimenti aziendali §363.

Le Corti statunitensi, infatti, hanno mostrato:

257 Secondo i giudici d’appello in Chrysler, il ritardo della vendita (accompagnato dall’eventuale ripresa dell’attività aziendale) avrebbe determinato un incremento esponenziale dei costi e ridotto drasticamente il valore degli assets. Inoltre, la Corte riconosceva gli sforzi di Chrysler sul mercato constatando come a seguito di “highly publicized and extensive efforts” Fiat rappresentasse l’unica alternativa a una liquidazione il cui ricavato netto (secondo una perizia depositata da Chrysler) sarebbe stato molto inferiore agli introiti della vendita (liquidation of Chrysler’s assets would yield at most \$800 milioni) (In re Chrysler LLC, 405 B.R. at 96 n.17. 38, 97).

258 Cfr. inter alia, B. Barfield Page, The Distressed Loan Trading Market in the United States, International Bar Association Conference - “Insolvency is Changing Globally—How and Why” Siviglia, Spagna, 17-20 aprile 2004.

- efficienza nel voler evitare ulteriori danneggiamenti al valore dell'impresa, conservando (ove possibile) un saldo positivo tra il valore di funzionamento dell'impresa e il valore di liquidazione della stessa, minimizzando i costi della crisi medesima;
- tempestività nell'assecondare richieste in contesti gravi (ma ancora governabili) in cui rilevare in tempo la situazione di crisi può rendere maggiormente efficiente l'intervento risolutivo; ciò senza prescindere dalla ricerca di valutazioni obiettive, del consenso creditorio e della maggior trasparenza possibile affinché i beni aziendali possano essere trasferiti al massimo prezzo possibile nel contesto di mercato; e
- talvolta equità, che, in specie, nei casi di sub-rosa plans è dubbio sia stata effettivamente perseguita; un principio che, quindi, resta presente ma che talvolta, in questa tipologia di vendita ante omologa, è apparso sacrificato a beneficio dei suddetti principi di efficienza e tempestività.

E' pertanto sulla base di quanto detto, anche in una prospettiva comparatistica con gli Stati Uniti, che ci si accinge ad esaminare il diritto italiano con il particolare intento di verificare (i) l'esistenza di previsioni inerenti ai trasferimenti aziendali in una fase ante omologa e (ii) le eventuali ragioni che, qualora questa non fosse prevista, dovrebbero giustificare una sua introduzione e/o sviluppo nell'ambito del sistema normativo italiano.

Indice Capitolo 3

Capitolo 3. Il sistema italiano: il trasferimento dell'azienda ante-omologa nella procedura di concordato preventivo

3.1 Oggetto di analisi e normativa italiana

3.1.1 Introduzione

3.1.2 Trasferimento aziendale ante-omologa: aspetti chiave della normativa italiana

3.2 Profili di ammissibilità del trasferimento aziendale precedente l'omologa giudiziale

3.2.1 Orientamento prevalente

3.2.2 Riflessioni su un caso concreto e isolato

3.3 Ulteriori riflessioni teorico-pratiche sull'ammissibilità del trasferimento aziendale ante-omologa e notazioni conclusive

CAPITOLO 3. Il sistema italiano: il trasferimento dell'azienda ante-omologa nella procedura di concordato preventivo

3.1 Oggetto di analisi e panoramica della normativa italiana

3.1.1 Introduzione

In apertura e in conclusione del secondo capitolo si è dato rilievo a quello che era lo scopo essenziale nell'analisi del diritto statunitense, ovvero, quello di raccogliere spunti di riflessione che avrebbero potuto essere utilizzati successivamente per una analisi "comparatistica" di taluni profili inerenti ad istituti previsti dal legislatore italiano. L'analisi rinviava poi in particolare alla disciplina del trasferimento di un'azienda in crisi in una fase antecedente all'omologa giudiziale (al fine oggi perseguito - anche - dal legislatore italiano di estrarre il massimo valore da ciascuno dei cespiti aziendali, come emerso nel primo capitolo del presente elaborato). Da tale analisi del diritto statunitense si passerà ora all'esame della disciplina del trasferimento aziendale nel contesto e limitatamente alla procedura che, pacificamente, si ritiene essere maggiormente modellata sul Chapter 11: il concordato preventivo²⁵⁹. Solo mediante tale esame sarà possibile sviluppare alcune riflessioni volte ad accertare se le "quick sales" statunitensi siano state di ispirazione al legislatore italiano nell'opera di "modernizzazione" del nostro ordinamento, e in particolar modo volte a

²⁵⁹ Per un esame dei principali profili inerenti alla disciplina sul concordato preventivo e delle recenti riforme si rinvia al capitolo 1 paragrafi 1.7.2. e 1.7.3.

verificare:

- la reale portata ed operatività delle previsioni inerenti al trasferimento aziendale in una fase precedente l'omologa concordataria e
- l'opportunità e le eventuali ragioni che dovrebbero giustificare una sua introduzione e/o ulteriore sviluppo nell'ambito del sistema normativo italiano²⁶⁰.

Pertanto dopo aver esaminato come nel sistema statunitense l'evoluzione giurisprudenziale negli ultimi anni abbia sostenuto lo svilupparsi delle quick sales, si intende verificare se sussista un valido parallelismo nel contesto italiano attuale, ampliando la riflessione conclusiva anche ad alcune considerazioni che vanno oltre il riconoscimento dell'ammissibilità dei trasferimenti aziendali ante-omologa nel nostro ordinamento; in particolare ci si riferisce a considerazioni relative alla verifica del livello di arbitrarietà posto in capo al giudice nel meccanismo di autorizzazione giudiziale al trasferimento e al conseguente pregiudizio che potrebbe derivarne in capo ai creditori. Infatti, se da un lato negli Stati Uniti nell'autorizzazione delle quick sales, perfezionate prima dell'omologa, i giudici hanno dibattuto sull'applicabilità dei requisiti di trattamento dei creditori previsti, di regola, per l'omologa e sono stati guidati - oltre che da relazioni peritali - dall'esistenza di un distressed market che ha indicato i parametri per la corretta valorizzazione degli assets aziendali al fair value, non altrettanto evidente è il funzionamento e il grado di sviluppo di un distressed market nel sistema italiano²⁶¹; un fattore quest'ultimo che, nonostante l'apertura e duttilità (che almeno in linea teorica vedremo sussistere) della normativa concordataria, cela rischi di favorire valutazioni arbitrarie degli assets prive di un riscontro oggettivo (benchmark), e conseguentemente di non perseguire il dichiarato intento di massimizzazione del going concern value, con possibile pregiudizio per tutti i

²⁶⁰ Si precisa che l'analisi italiana si focalizzerà esclusivamente sui trasferimenti aziendali ante-omologa nell'ambito del concordato preventivo, esulando dall'oggetto dell'analisi di questo elaborato, le operazioni di cessione e valorizzazione degli assets aventi luogo nell'ambito di altre procedure d'insolvenza.

²⁶¹ IMF Country Report No. 13/299 – Italy; A. Danovi, Private Equity for Distressed Companies in Italy, Esperienze d'Impresa 1/2010.

creditori coinvolti.

3.1.2 Trasferimento aziendale ante-omologa: aspetti chiave della normativa italiana

Come detto, occorre prima esaminare i profili di ammissibilità giuridica di un trasferimento aziendale concluso prima dell'intervento dell'omologa giudiziale: ciò al fine di verificare la duttilità dello strumento concordatario italiano rispetto a quanto accaduto in casi simili che si sono verificati oltreoceano (quali Lehman Brothers, Chrysler, General Motors) mossi, in circostanze di urgenza, dal precipuo intento di massimizzazione del going concern value.

Pur con tutti gli strumenti recentemente introdotti, occorre altresì verificare quale flessibilità sia stata promossa con la riforma del concordato preventivo nostrano, permettendo, ove necessario, di perseguire un trasferimento dell'azienda rapido mediante procedure trasparenti e rispondenti anche all'interesse dei creditori.

Iniziamo da un dato pacifico e incontestabile derivante dall'art. 160 e 186 bis della legge fallimentare. In tali disposti il legislatore ha previsto di includere il trasferimento aziendale tra le modalità e/o i contenuti in cui un piano di concordato possa legittimamente declinarsi. In particolare, l'art. 186 bis in materia di concordati con continuità aziendale dispone che il piano di cui all'art. 160 possa prevedere "la prosecuzione dell'attività di impresa da parte del debitore, la cessione dell'azienda in esercizio ovvero il conferimento dell'azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione".

Il medesimo art. 160 ammette indirettamente il trasferimento aziendale rinviando alla possibilità che il piano preveda "la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, acollo, o altre operazioni straordinarie [...]"²⁶².

²⁶² Interessante porre l'accento su come la duttilità del contenuto del piano sia assolutamente irrilevante per il legislatore che – nei fatti – ammette qualsiasi tipo di operazione al solo fine di soddisfare il ceto creditorio. A tal riguardo cfr., inter alia, A Nigro – D. Vattermoli, Diritto della crisi di impresa, Il Mulino – 2009, 348, in cui si afferma che "l'unico obiettivo che il concordato preventivo deve invariabilmente perseguire, rappresentandone conseguentemente la finalità in senso

Appare pertanto possibile, in linea di principio, che il piano di un concordato preveda la cessione (o anche il conferimento) dell'azienda in crisi sia in un contesto di esecuzione di un concordato liquidatorio che in quello di un concordato in continuità.

Stante la possibilità di procedere a tali trasferimenti nell'ambito del concordato occorre ora contestualizzare alcuni profili procedurali e/o formali volti a valutare l'ammissibilità di questi in una fase ante-omologa, e quindi prima della fase di esecuzione dell'accordo concordatario. A tal riguardo rilevano gli artt. 161 comma 7 e 167 della legge fallimentare. In questi, infatti, sono disciplinate le modalità per il compimento di atti di ordinaria e straordinaria amministrazione nelle fasi che precedono l'omologa giudiziale e rispettivamente (i) durante la fase prenotativa²⁶³ precedente al decreto di ammissione ex art. 163 e (ii) nel periodo intercorrente tra l'emissione del suddetto decreto e l'omologa giudiziale²⁶⁴. Tale regime opera in conseguenza della previsione che, similmente al Chapter 11, vuole il debitore concordatario conservare il diritto all'amministrazione dei suoi beni e all'esercizio dell'impresa, salvo lo spossessamento "attenuato" caratterizzante la fase che segue l'ammissione al concordato, e che può ragionevolmente ritenersi operativo ab origine sin dal deposito del ricorso (art. 161,167, e 168 legge fallimentare). A fronte della previsione che il debitore continui a essere titolare di un potere di

stretto, è infatti, il soddisfacimento, tendenzialmente paritetico, dei creditori, da attuarsi attraverso la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma. Che questo obiettivo possa in concreto essere raggiunto conservando la gestione dell'impresa in capo allo stesso debitore, o per tramite di una liquidazione disgregata dei beni è assolutamente irrilevante ai fini dell'individuazione della funzione da attribuire al concordato che era, in passato, e rimane, anche a seguito della riforma, una funzione propriamente soddisfattiva".

263 A proposito della fase prenotativa si ricordi che il debitore ha a disposizione sia la via ordinaria, allegando al ricorso il piano e la documentazione prevista dall'art. 161 legge fallimentare che quella alternativa, introdotta dalla recente riforma (vedi capitolo 1) in cui con il ricorso si riserva la possibilità di depositare il piano in un momento successivo entro un termine stabilito dal Tribunale.

264 Cfr. inter alia, AA.VV., *Le riforme della legge fallimentare*, a cura di A. Didone, Torino, 2010; S. Ambrosini, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Padova, 2008, 93 ss; M. Fabiani, *Diritto fallimentare. Un profilo organico*, Bologna-Roma, 2011; M.M. Gaeta, *Effetti del concordato preventivo*, in *Fallimento e altre procedure concorsuali*, II, diretto da G. Fauceglia - L. Panzani, Milano, 2009; L. Guglielmucci, *Diritto Fallimentare*, Torino, 2012; S. Scarafoni, *Effetti della presentazione del ricorso e dell'ammissione al concordato preventivo. La dichiarazione di fallimento in corso di procedura*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, diretto da L. Ghia-C. Piccininni-F. Severini, IV, Torino, 2010; S. Pacchi-L. D'Orazio-A. Coppola, *Le riforme della legge fallimentare*, a cura di A. Didone, Torino, 2009, 1918.

gestione libero per gli atti tipici e di routine nell'attività d'impresa si pone però la necessità di un'autorizzazione per certi specifici atti e in genere per gli atti eccedenti l'ordinaria amministrazione, pena l'inefficacia degli stessi rispetto ai creditori anteriori al concordato (artt. 168 e 169 legge fallimentare - i.e. antecedenti alla data di presentazione del ricorso per l'ammissione al concordato preventivo)²⁶⁵.

265 Riguardo alla problematica distinzione tra atti di ordinaria e straordinaria amministrazione si vedano, inter alia, Tribunale Terni, 28 dicembre 2012 in cui si precisa che "in tema di concordato preventivo, la valutazione in ordine al carattere di ordinaria o straordinaria amministrazione dell'atto posto in essere dal debitore senza autorizzazione del giudice delegato, ai fini della eventuale dichiarazione di inefficacia dell'atto stesso ai sensi dell'art. 167 legge fall., deve essere compiuta dal giudice di merito tenendo conto che il carattere di atto di straordinaria amministrazione dipende dalla sua idoneità ad incidere negativamente sul patrimonio del debitore, pregiudicandone la consistenza o compromettendone la capacità a soddisfare le ragioni dei creditori, in quanto ne determina la riduzione, ovvero lo grava di vincoli e di pesi cui non corrisponde l'acquisizione di utilità reali prevalenti su questi. Alla luce di questo principio, devono ritenersi di ordinaria amministrazione gli atti di comune gestione dell'azienda, strettamente aderenti alle finalità e dimensioni del suo patrimonio e quelli che - ancorché comportanti una spesa elevata - lo migliorino o anche solo lo conservino, mentre ricadono nell'area della straordinaria amministrazione gli atti suscettibili di ridurlo o gravarlo di pesi o vincoli cui non corrispondano acquisizioni di utilità reali su di essi prevalenti". Si veda inoltre di recente la sentenza emessa da App. Venezia 29 maggio 2014 (in relazione anch'essa alla definizione di atti di straordinaria amministrazione e sugli effetti del loro compimento) in cui si osserva, similmente alla giurisprudenza su citata che "l'art. 167 l. fall. reca una elencazione di atti che debbono necessariamente essere autorizzati e prevede la necessità dell'autorizzazione in genere anche per gli atti di straordinaria amministrazione. L'individuazione degli atti di straordinaria amministrazione, perciò, va effettuata tenendo conto che essi debbono, in genere, essere idonei a produrre effetti simili a quelli che producono gli atti espressamente elencati. [...] Ne deriva che, al fine della necessità della previa autorizzazione scritta dal giudice per gli atti da compiersi dal debitore durante la procedura di concordato preventivo, la concreta riconducibilità dell'atto in discussione alla categoria generale, residuale, degli atti eccedenti l'ordinaria amministrazione, di cui all'ultima parte dell'art. 167 l. fall. è orientata dalla ricorrenza o meno in quell'atto di medesimi connotati che caratterizzano le figure negoziali ("mutui, transazioni, compromessi, fideiussioni, rinunzie ...") che lo stesso art. 167 (a titolo non esaustivo ma esemplificativo) tipizza gli effetti, appunto, della necessaria previa autorizzazione. Il che equivale a dire che l'eccedenza in concreto dalla ordinaria amministrazione viene a dipendere dalla oggettiva idoneità dell'atto ad incidere negativamente sul patrimonio del debitore, pregiudicandone la consistenza o compromettendone comunque la capacità di soddisfare le ragioni dei creditori, alla cui tutela la misura della preventiva autorizzazione è predisposta. Ricadono, dunque, nell'area della amministrazione straordinaria gli atti suscettibili di ridurre il patrimonio del debitore o che lo gravino di pesi o vincoli cui non corrispondono acquisizioni di utilità reali su di essi prevalenti (cfr. Cass. n. 20291/2005; 15484/2004; 45/1979; 599/1982, 1357/1999)". In dottrina si veda, inter alia, A Nigro – D. Vattermoli, Diritto della crisi di impresa, Il Mulino – 2009, 362, in cui si afferma che "i problemi già esaminati nell'ambito del fallimento in punto, per un verso, di criterio di distinzione tra atti di ordinaria e straordinaria amministrazione e, per altro verso, di natura e portata del provvedimento autorizzativo si ripropongono e vanno risolti in modo analogo a quanto a suo luogo scritto. E così, quanto al primo aspetto, sembra doversi adottare anche qui il parametro della normalità: nel senso che è atto normale e quindi di ordinaria amministrazione quell'atto che, nel suo contenuto concreto e con riguardo alla specifica amministrazione e gestione in cui si

A tal proposito, non si fatica a ritenere che il trasferimento d'azienda o di un suo ramo strategico - volto alla "ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti" – possa, nella maggioranza dei casi, considerarsi come atto ricadente nella categoria degli atti eccedenti l'ordinaria amministrazione soggetti al vincolo autorizzativo in virtù dell'incidenza sostanziale sul patrimonio del debitore.

In base alla suddetta normativa, prima del decreto di ammissione del concordato (e quindi nella fase prenotativa), il Tribunale può concedere l'autorizzazione solo in caso si tratti di atti urgenti (art. 161, comma 7, legge fallimentare²⁶⁶). Si esplicita pertanto un requisito di urgenza²⁶⁷ da intendersi nel senso che l'esigenza

inserisca, costituisca naturale, e in certo senso, necessaria ed inevitabile esplicazione di tale amministrazione e gestione; ed atto non normale e quindi di straordinaria amministrazione, quell'atto che, sempre nel suo contenuto concreto e con riguardo alla specifica gestione in cui si inserisca, presenti qualche connotato di eccezionalità. Vale anche qui la precisazione che l'atto comunque non deve porsi in contrasto con le finalità della procedura, atti del genere non potendo essere compiuti neppure con l'autorizzazione [...] Quanto al secondo profilo, nella nostra procedura a fortiori (rispetto al fallimento) deve attribuirsi all'autorizzazione del giudice delegato carattere meramente integrativo di poteri propri del soggetto autorizzato, la sua mancanza rilevando solo sul piano dell'efficacia dell'atto [...]". Detto in altri termini: in assenza di una definizione normativa, le "mobili frontiere" della distinzione tra atti di ordinaria e atti di straordinaria amministrazione costringono ad applicare le nozioni secondo criteri, per così dire, di "geometria variabile", a seconda dei contesti presi in considerazione (G. Falcone, Profili problematici del "concordato con riserva", Diritto Fallimentare n. 3/4 2013 p. 392 e seguenti, al quale si rimanda anche per una analisi più approfondita della problematica. Per un quadro delle differenti opinioni in materia e degli orientamenti giurisprudenziali, cfr., recentemente, Filocamo, Sub art. 167, in La legge fallimentare, a cura di Ferro, Padova, 2011, pagg. 1503, 1504.

266 Art. 161 comma 7 legge fallimentare: "Dopo il deposito del ricorso e fino al decreto di cui all'articolo 163 il debitore può compiere gli atti urgenti di straordinaria amministrazione previa autorizzazione del Tribunale, il quale può assumere sommarie informazioni e deve acquisire il parere del commissario giudiziale, se nominato. Nello stesso periodo e a decorrere dallo stesso termine il debitore può altresì compiere gli atti di ordinaria amministrazione. I crediti di terzi eventualmente sorti per effetto degli atti legalmente compiuti dal debitore sono prededucibili ai sensi dell'articolo 111".

267 M. Garcea, L'autorizzazione alla fusione nel concordato "con riserva", Dir. Fall., 2013, 3-4, 354 in cui l'Autore afferma che "A seguito delle novità introdotte nell'art. 161 legge fallim. dall'art. 33 del decreto n. 83/2012, il tema della natura straordinaria degli atti, e della conseguente necessità di autorizzazione, si affaccia nella fase pre-concordataria [...]. Se possono ritenersi importabili anche ai fini dell'applicazione della nuova regola i risultati interpretativi raggiunti in passato quanto alla ordinarietà o meno degli atti (7), non altrettanto è a dirsi quanto alla circostanza che l'atto di straordinaria amministrazione possa essere autorizzato solamente se "urgente" (8). La novità di tale previsione – la cui portata è dunque meno ampia rispetto a quella racchiusa nell'art. 167 legge fallim. – è peraltro intuibile, se solo si riflette sulla circostanza che l'atto viene compiuto da un'impresa che si trova in una fase dai contorni, e dalla sorte, ancora incerti nella quale, se da un lato beneficia degli effetti positivi che ex art. 168 legge fallim. scaturiscono dalla presentazione del ricorso, d'altro lato, non ha ancora svelato i contenuti del piano con la conseguenza che qualsiasi atto idoneo a modificare in misura consistente il patrimonio è, in linea di principio, da escludersi salvo che, appunto, non ricorrano gli estremi

di conservazione dell'atto sarebbe disattesa qualora il suo compimento venisse differito alla definitiva ammissione dell'impresa alla procedura²⁶⁸ e già riscontrato nel contesto della casistica statunitense come uno dei requisiti chiave posti al vaglio giudiziale per giustificare la richiesta di approvazione di un trasferimento immediato - e talvolta "irrinunciabile" - nel tentativo di evitare scenari meramente liquidatori, dispersivi di valori aziendali, ancor più catastrofici.

Alla luce di ciò, il rilascio di un'autorizzazione che segue l'emissione del decreto di ammissione al concordato apparirebbe proceduralmente più semplice; infatti, in linea di principio, il giudice delegato (già nominato con il decreto di ammissione) avrà a disposizione documentazione, informazioni sul piano e una valutazione positiva di fattibilità del piano già esitata dal Tribunale ai fini dell'ammissione. Pertanto, può ragionevolmente asserirsi che salvi i casi in cui un'operazione di trasferimento aziendale non sia contemplata dal piano presentato in fase di ammissione²⁶⁹, il giudice delegato avrà molteplici elementi per poter autorizzare lo stesso in conformità alle valutazioni precedentemente effettuate dal Tribunale in sede di ammissione. Come meglio vedremo in seguito, resterebbe tuttavia presente in questa fase (post-ammissione al concordato e pre-omologa) la criticità di veder i diritti dei creditori potenzialmente compromessi da un'operazione (facente sì parte di un piano valutato come fattibile in sede di ammissione ma ancora) non approvata espressamente dai creditori in sede di adunanza²⁷⁰.

dell'urgenza. Insomma, la mancanza, si può dire fisiologica, di un quadro completo della situazione, che solo in una certa misura le sommarie informazioni che il tribunale può già assumere sono in grado di colmare (arg. ex comma 7, primo periodo), ha consigliato il legislatore nel circoscrivere l'operatività delle autorizzazioni ai casi di urgenza".

268 Cfr. Rolfi, La generale intensificazione dell'automatic stay, www.ilfallimentarista.it, pag. 12.

269 In tal caso diverrebbe ancora più dubbio il margine di discrezionalità del giudice e la conseguente possibilità che un'operazione di tale rilevanza possa essere approvata in difformità al piano oggetto del decreto di ammissione. Dovrebbe pertanto approvarsi una modifica al piano che evidenzia l'interesse alla conclusione della vendita supportata da un'appendice della relazione del professionista. Si ricordi, infatti, che il piano e la relativa proposta possono subire variazioni (anche sostanziali) a condizione queste intervengano prima dell'inizio delle operazioni di voto (art. 175 comma 2 legge fallimentare). Cfr. S.Ambrosini M. Aiello, La modifica, la rinuncia e la ripresentazione della domanda di concordato preventivo, *Crisi d'Impresa e Fallimento* 4 maggio 2014, disponibile su www.ilcaso.it.

270 Cfr. L. Guglielmucci, *Diritto fallimentare*, Torino, 2011, 334, in cui l'Autore riconosce la criticità sussistente nell'approvazione di atti sensibili per il patrimonio aziendale e vede però nel controllo giudiziale un'arma necessaria e sufficiente a impedire il realizzarsi di atti pregiudizievoli; in particolare, l'Autore rileva che, non essendo ancora possibile in questa fase un

Criticità - quest'ultima - che a fortiori potrebbe ragionevolmente sussistere anche nella fase prenotativa precedente il decreto di ammissione al concordato. In tale fase, sono pochi o assenti gli elementi informativi che il debitore è generalmente in grado di presentare (nonostante gli accresciuti poteri informativi del Tribunale²⁷¹) e manca, inoltre, una prima e più approfondita valutazione di fattibilità propria della fase di ammissione, basata su un piano già definito. A tal riguardo, la giurisprudenza non appare unanime. Infatti, se per un orientamento recente il debitore dovrebbe supportare l'istanza di autorizzazione con elementi di merito relativi al piano in corso di elaborazione (al fine di poter valutare la funzionalità dell'atto rispetto al piano)²⁷², secondo un altro orientamento l'autorizzazione potrebbe essere comunque concessa ove rimanesse possibile valutare la sussistenza di un'utilità per i creditori²⁷³. Nonostante la distanza esistente prima facie tra i suddetti orientamenti, in entrambi i casi emerge dalla giurisprudenza un'esigenza di maggior cautela nel valutare le istanze di autorizzazione che possano avere un impatto negativo sul patrimonio aziendale sia durante la fase precedente l'omologa che - a fortiori - durante la fase precedente la stessa ammissione. Ciò si esemplifica nella volontà di autorizzare un atto straordinario rispettivamente (i) nel rispetto di un criterio di funzionalità al piano

controllo sostitutivo dei creditori, in mancanza dell'intervento del giudice, si avrebbe il rischio "di favorire il compimento da parte del debitore di atti pregiudizievoli o non coerenti al piano ...". Si riconosce certamente la valenza di un controllo giudiziale, tuttavia, per i fini del presente elaborato, occorre chiedersi se un controllo giudiziale sia realmente sufficiente nel contesto italiano a scongiurare il compimento di atti pregiudizievoli in capo ai creditori o ad assecondare un regime di arbitrarietà, stante l'assenza di benchmark di riferimento nell'ambito di un distressed market ancora non così sviluppato.

271 In relazione ai requisiti informativi previsti nella fase prenotativa si considerino gli orientamenti del Tribunale di Milano, secondo il quale, se deve considerarsi ammissibile una domanda dotata di un contenuto minimo, tale contenuto dovrà essere arricchito di maggiori dettagli quando siano presentate "istanze particolari da deliberare contestualmente o comunque subito"; esiste pertanto, a pena di inammissibilità, la necessità che il ricorso contenga "i caratteri dimassima del concordato, le voci attive e passive dell'impresa, gli atti di gestione che si intendono compiere previa autorizzazione, con l'illustrazione delle relative finalità, gli oneri che conseguiranno al compimento degli atti di ordinaria amministrazione": cfr., Orientamenti del Tribunale di Milano in tema di concordato preventivo a seguito del "decreto sviluppo", in *Dir. Fall.*, 2012, II, 758, 761; stesso ragionamento appare applicabile nei casi in cui l'istanza di autorizzazione venga presentata in pendenza del termine di cui all'art. 161 comma 6, istanza che, ove mancassero in precedenza, deve essere arricchita di informazioni utili per giustificare il rilascio dell'autorizzazione e dimostrare così la necessaria sussistenza del presupposto di urgenza.

272 Trib. Roma 19 dicembre 2012.

273 Trib. Torino 3 gennaio 2013.

(ancorchè in fase di elaborazione) e (ii) nella rispondenza a un criterio di utilità dei creditori. Tuttavia non sarebbe errato considerare che le differenze sussistenti in tali orientamenti siano dettate dalla medesima ratio e possano efficacemente conciliarsi nel seguente principio-guida: autorizzare esclusivamente quegli atti straordinari (e talvolta urgenti) che possano ritenersi profittevoli, in grado di massimizzare i valori in gioco, e non per ultimo - come ogni procedura avente carattere concorsuale²⁷⁴ - capaci di soddisfare maggiormente ogni creditore che vanta legittimamente un titolo sul patrimonio dell'impresa²⁷⁵.

Verificati i profili procedurali e la possibile apertura della normativa alla realizzazione di un trasferimento ante-omologa sia nella fase post- ammissione che in quella prenotativa interessa chiarire brevemente (i) quale sia il regime stabilito dal legislatore qualora un atto di straordinaria amministrazione venga compiuto in mancanza di autorizzazione e (ii) quali gli strumenti di impugnazione previsti avverso un tale provvedimento.

Relativamente al primo punto, in caso di mancata autorizzazione l'atto risulterà giuridicamente inefficace nei confronti dei creditori anteriori al concordato²⁷⁶, pertanto qualificabile come atto affetto da inefficacia relativa, che i creditori concordatari avrebbero diritto di rilevare mediante esercizio della relativa azione. Inoltre, ai sensi dell'art. 173, comma 3, legge fallimentare si prevede che in caso di compimento di atti non autorizzati il commissario giudiziale debba riferirne al Tribunale per la revoca dell'ammissione alla procedura. La giurisprudenza ritiene che l'applicazione della medesima regola vada estesa agli atti compiuti prima dell'ammissione alla procedura durante la fase prenotativa e non autorizzati ai sensi dell'art. 161, comma 7, legge fallimentare, non trattandosi in questo caso di revoca dell'ammissione, ma di improcedibilità della domanda di concordato "con riserva"²⁷⁷. Peraltro, secondo un orientamento meno stringente, non rileva il fatto in sé del compimento dell'atto non autorizzato, ma la sua qualificazione come atto

274 Cfr., inter alia, A Nigro – D. Vattermoli, *Diritto della crisi di impresa*, Il Mulino – 2009.

275 E' in quest'ultimo aspetto che, prescindendo dal grado di dettaglio richiesto per il rilascio dell'autorizzazione, si traduce quel criterio di funzionalità al piano proprio del primo orientamento suesposto.

276 Cass. n. 9262/2002.

277 Trib. Venezia 29 maggio 2014; Trib. Pinerolo 9 gennaio 2013.

in frode ai creditori ai sensi dell'art. 173 legge fallimentare²⁷⁸ e, per gli atti funzionali all'accesso alla procedura, la possibilità di sanatoria per effetto dell'intervenuta ammissione²⁷⁹.

Relativamente, invece, agli strumenti di impugnazione si ammette la possibilità di impugnazione da parte dei creditori dei decreti autorizzativi del trasferimento del complesso aziendale facendo ricorso agli strumenti di reclamo e tutela endoconcorsuale previsti ai sensi dell'art. 26 legge fallimentare. Ciò trova conferma in un orientamento costante della giurisprudenza che ammette l'utilizzo di tale strumento endoconcorsuale²⁸⁰.

In ultimo, a fini comparatistici giova evidenziare il regime di sospensiva previsto in caso di impugnazione di autorizzazioni di atti eccedenti l'ordinaria amministrazione (in cui per i motivi di cui sopra sono ricondotti anche i trasferimenti aziendali ante-omologa quivi discussi). Se, infatti, nelle quick sales statunitensi è possibile formulare richiesta espressa per la sospensione del trasferimento in sede di appello²⁸¹, nel contesto italiano non appare sussistere una disciplina in tal senso. Tuttavia, una soluzione può essere ricavata in via interpretativa in base alla giurisprudenza relativa all'art. 26 legge fallimentare. A tal proposito, secondo un orientamento recente, la disciplina applicabile nel fallimento di cui all'art. 108 legge fallimentare (a cui l'art. 182 rinvia in materia di concordato liquidatorio in quanto compatibile) secondo cui il giudice delegato ha il potere di sospendere, previo parere del comitato dei creditori, un trasferimento, quando ricorrono "gravi e giustificati motivi", oppure è precluso il perfezionamento di una cessione ove il prezzo offerto risulti inferiore a quello giusto di mercato, "non trova applicazione nella fase anteriore all'omologazione

278 Trib. Roma 3 ottobre 2013.

279 Trib. Modena 10 dicembre 2013.

280 Cfr. Trib. Bergamo 1 dicembre 2011; Trib. Verona, 18 marzo 1991 in cui ammettendosi l'utilizzo di tale strumento endoconcorsuale si esclude l'esperimento dell'azione di nullità o di inefficacia in sede ordinaria.

281 § 363 (m) BC che qui si ricorda assicura un divieto di unwinding e la validità di un'autorizzazione alla vendita (sia di ordinaria che di straordinaria amministrazione) in caso di modifica o ribaltamento di questa in appello qualora si realizzino le seguenti condizioni: (i) su istanza di parte la vendita non sia stata sospesa (stayed), pendente il giudizio di impugnazione in appello; e (ii) l'acquirente, pur consapevole dell'appello, sia in buona fede.

del concordato rispetto agli atti negoziali di disposizione del patrimonio del debitore”²⁸². Ciò, in base a un recente orientamento giurisprudenziale mostra l’assenza di un coordinamento con la puntuale ma rigida disciplina del fallimento in cui le forme di vendita di beni (i) sono eseguite nell’ambito di una liquidazione giudiziale caratterizzata dalle regole dell’espropriazione forzata e (ii) cozzano con lo spirito di negoziabilità presente nell’ambito della fase precedente l’omologa concordataria in cui lo stesso debitore decide di aprire una trattativa con tutti gli interessati per il trasferimento aziendale. Infatti, se già si dubita dell’applicabilità delle norme della liquidazione fallimentare a quella concordataria in virtù del rinvio dell’art. 182 legge fallimentare, ancor più perplessi lascerebbe l’ipotesi di un giudice che in una fase precedente l’omologa ordinasse la sospensione di una vendita che il debitore intendesse eseguire in conformità a un accordo negoziale con l’acquirente²⁸³.

Pertanto, alla luce delle risultanze suesposte non appare sussistere una previsione simile, sotto vari aspetti (vedi per es. l’impugnazione) alla §363 del BC bensì un meccanismo e un insieme di formalità procedurali applicabili al caso di vendita (o conferimento) aziendale ante-omologa, che per il potenziale impatto ricadente sull’organizzazione dell’impresa debitrice, si qualificherebbe come atto di straordinaria amministrazione che necessita di preventiva autorizzazione giudiziale. In via di principio pertanto non esistono limiti espressi al potere degli organi della procedura di autorizzare il debitore a cedere (anche mediante conferimento) l’azienda in pendenza di concordato. La questione deve tuttavia

282 G. Lo Cascio, Cessione di azienda, Fallimento, 2012, 3, 337.

283 Cfr. Trib. Bergamo 1 dicembre 2011 in cui si precisa quanto segue: “l’art. 169 L.F., che indica le norme applicabili al concordato preventivo nella fase ante omologa, infatti, non richiama né l’art. 105 L.F. sulle modalità di vendita dell’azienda - proprio della fase “liquidatoria” sia delle procedure fallimentari che delle procedure di concordato preventivo, questa volta, invece, in virtù dell’esplicito richiamo contenuto nell’art 182 L.F. - né l’art. 108 L.F. Nella fase ante omologa non sono esperibili attività liquidatorie dei beni del debitore assimilabili alla vendita forzata, ma solo atti di disposizione da parte del debitore che, se eccedenti l’ordinaria amministrazione quali quelli relativi alla dismissione del patrimonio della società necessitano dell’autorizzazione del giudice delegato, ex art. 167 L.F. per essere efficaci nei confronti dei creditori anteriori al concordato. Tale ricostruzione di diritto è stata efficacemente data dal G.D. nel provvedimento impugnato nel quale ha evidenziato la propria ‘funzione tutoria ed integrativa dei poteri negoziali del debitore’. Ne discende, quindi, l’inammissibilità dell’istanza ex art. 108 L.F. in quanto disciplina dettata in relazione alla vendita ed agli altri atti di liquidazione posti in essere in esecuzione di un programma di liquidazione”.

essere considerata nel complesso, con riguardo alle diverse fasi della procedura (vedi il requisito di urgenza previsto solo nella fase prenotativa e gli ulteriori requisiti informativi che la giurisprudenza ha elaborato in relazione ai casi di autorizzazione di atti di amministrazione straordinaria) e alla luce dei principi guida miranti alla “soddisfazione dei crediti” che informano la stessa.

3.2 Profili di ammissibilità del trasferimento aziendale precedente l'omologa giudiziale

3.2.1 *Orientamento prevalente*

A supporto di quanto sostenuto nel paragrafo precedente, è opinione di parte autorevole e prevalente della dottrina²⁸⁴ che nessuna norma del sistema normativo italiano ponga un divieto di trasferimento dell'azienda nella fase successiva all'ammissione alla procedura di concordato (e antecedente l'omologa), e altresì che non sussista ragione per ricavare un divieto del genere dai principi generali dell'ordinamento. Si tenga presente, infatti, che in un contesto concordatario, almeno di regola, non si ha come protagonista un debitore insolvente che, proprio per la gravità di tale presupposto oggettivo di insolvenza deve seguire gli schemi processuali rigidamente previsti dalla normativa fallimentare, ma un soggetto libero di ricorrere ad un rimedio concorsuale e in grado di proporre un piano auspicabilmente efficace che potrebbe prevedere una “qualsiasi soluzione recuperatoria dell'impresa e di soddisfacimento delle ragioni obbligatorie dei creditori”²⁸⁵.

Tale divieto era invece ricavabile da una sentenza ormai risalente della Cassazione²⁸⁶, poi superata dalla giurisprudenza di merito²⁸⁷ che, più sensibile, ai

284 L. Stanghellini, *Il concordato con continuità aziendale*, *Fallimento*, 2013, 10, 1222; cfr. Trib. Verona 18 marzo 1991 nota, G. Lo Cascio, *La vendita dell'azienda nel concordato preventivo*, in *Giust. civ.*, 1991, I, 1825; M. Lazzera, *Vendita d'azienda e concordato preventivo*, in *Dir. fall.*, 1992, II, 818.

285 G. Lo Cascio, *Cessione di azienda*, *Fallimento*, 2012, 3, 337 in cui l'Autore rileva che nella nuova disciplina, la cessione dell'impresa sembra generalmente ammissibile anche durante la fase processuale che precede l'omologa concordataria, quando la soluzione sia conveniente e conforme al piano ed agli interessi dei creditori.

286 Cass. n. 2354/1968. in *Dir. fall.*, 1968, II, 948; pronunzia seguita da Cass. n. 64/1985, in *Fallimento*, 1985, 638 in cui si precisa che “nel corso della procedura di concordato preventivo con cessione dei beni ai creditori, e prima dell'omologazione del concordato medesimo, la possibilità del giudice delegato di autorizzare atti di disposizione, secondo la previsione dell'art. 167, 2° comma l. fall., deve esser esclusa con riguardo ai contratti che implicino la definitiva perdita dei

problemi della prassi ha sviluppato nel corso degli anni un approccio più flessibile.

Il presupposto di una tale apertura nella direzione dell'ammissibilità consiste nel riconoscere la conservazione dell'organismo produttivo come finalità del concordato preventivo²⁸⁸, e conseguentemente ammettere che nel nostro ordinamento, in attuazione del piano concordatario²⁸⁹, un giudice delegato possa autorizzare il trasferimento dell'azienda nel corso della procedura.

Il medesimo riconoscimento trova altresì conferma ed espressione nello spirito degli interventi riformatori esaminati nel primo capitolo e in specie nella nuova disciplina dettata dall'art. 186 bis legge fallimentare dedicata al concordato con continuità aziendale. Tale norma prevede che al fine di conservare il valore dell'azienda in esercizio, il concordato possa anche realizzarsi mediante la "cessione dell'azienda in esercizio" ovvero il suo conferimento²⁹⁰. In tal senso,

beni del debitore, non anche, pertanto, con riguardo ai contratti di vendita di prodotti o scorte, ovvero ai contratti inerenti alla utilizzazione degli immobili e degli impianti dell'azienda, che non ne sottraggano la titolarità al debitore, ma siano rivolti ad assicurare la continuazione dell'attività produttiva (leasing)".

287 Cfr. Trib. Verona 18 marzo 1991, in Giust. civ., 1991, I, 1825 in cui si osserva che "al debitore ammesso al concordato preventivo sia per garanzia, sia per cessione dei beni, non è preclusa la possibilità di alienare, previa autorizzazione del giudice delegato, l'intero complesso aziendale, senza che si renda necessario, perciò che tale realizzo venga effettuato dopo l'omologazione, in sede di liquidazione giudiziale dei beni". In senso lato cfr. Trib. Bergamo 1 dicembre 2011, in cui si sostiene che "durante la fase anteriore all'omologazione del concordato preventivo per cessione beni non si compiono attività liquidatorie assimilabili a quelle della procedura espropriativa, ma esclusivamente atti volontari di disposizione dei beni rimessi alla valutazione del debitore ed al parere del commissario giudiziale in virtù del suo potere di vigilanza e, qualora si tratti di atti di straordinaria amministrazione o che incidano, comunque, sul patrimonio, è richiesta, al fine di renderli efficaci nei confronti dei creditori concorsuali, l'autorizzazione del giudice delegato".

288 Apertura riconosciuta dalla dottrina anche in virtù della duttilità concessa al debitore nella predisposizione del piano di concordato prevista ai sensi dell'art. 160 legge fallimentare; cfr. A.M. Perrino, Fallimento e concordati, Torino, 2008, 1126, nota 180.

289 Parte della dottrina ha sostenuto l'ammissibilità della vendita dell'azienda in una fase precedente l'omologa giudiziale, nel caso in cui sussistano motivi di convenienza e di opportunità per favorire l'attuazione del piano; cfr. G. Lo Cascio, Il concordato preventivo, Milano, 2011, 331; M.M. Gaeta, Fallimento ed altre procedure concorsuali, a cura di G. Fauceglia-L. Panzani, Padova, 2009, III, 1652; S. Pacchi-L. D'Orazio-A. Coppola, Le riforme della legge fallimentare, a cura di A. Didone, Torino, 2009, 1869-1870; G. U. Tedeschi, Manuale del nuovo diritto fallimentare, Padova, 2006, 552.

290 Secondo Stanghellini (supra), riconosce l'ammissibilità della vendita aziendale ante-omologa anche in ragione dello stesso art. 186 bis, comma 3, mediante il quale "si prevede che 'il giudice delegato, all'atto della cessione o del conferimento [dell'azienda], dispone la cancellazione delle iscrizioni e trascrizioni' e tale disposizione sarebbe sostanzialmente inutile se destinata ad applicarsi [solo] dopo l'omologazione, soccorrendo per tale ipotesi l'art. 108 comma 2, tramite il

anche la definizione delle modalità temporali adottate pesa notevolmente nella valutazione autorizzativo-giudiziale di un'operazione di amministrazione straordinaria che ove anticipata nella fase precedente l'omologa potrebbe anche rendere più agevole il superamento dello stato di crisi, (i) evitando, in nuce, il rischio insito nella continuità dell'esercizio di impresa e (ii) favorendo la realizzazione di un piano in cui alla soddisfazione dei creditori si provveda mediante adempimento anche con il realizzo dell'azienda.

In ragione della suddetta qualificabilità degli stessi atti come atti di straordinaria amministrazione si è visto come per la vendita (e/o il conferimento dell'azienda) sia necessario il rilascio di una previa autorizzazione ai sensi del suddetto art. 167, comma 2; rilascio dal giudice che in ogni caso avviene mediante applicazione di un approccio cauto volto a esperire tutte quelle indagini necessarie a garantire che:

- a) la vendita (o il conferimento) risponda effettivamente all'interesse dei creditori; e
- b) che questa sia conclusa al miglior prezzo possibile (mediante attuazione di procedure trasparenti che incentivino la competitività tra i potenziali acquirenti).

A tal riguardo, si noti come il primo punto sia espressione di un principio applicabile lungo il corso di tutta la procedura, tanto da esser definito da parte della dottrina come “clausola generale del concordato preventivo”²⁹¹ e il secondo rappresenti invece sia una (i) specificazione del suddetto principio che (ii) la primaria preoccupazione che si cela nell'assecondare operazioni di trasferimento aziendale in una fase antecedente l'omologa ossia la preoccupazione di fronteggiare una difficoltà obiettiva di assicurare che il prezzo sia realmente il miglior prezzo ottenibile.

A tal riguardo, occorre ricordare come nel caso il trasferimento sia strutturato come una vendita, questa implichi una perdita definitiva della titolarità²⁹² sugli

rinvio contenuto nell'art. 182”.

291 A. Patti, *Il miglior soddisfacimento dei creditori: una clausola generale per il concordato preventivo?*, *Fallimento*, 2013, 9, 1099. Si veda inoltre L. Stanghellini, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia – Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, 94.

292 Contrariamente alla vendita il conferimento di regola costituisce operazione neutra che

assets aziendali; è lì, nella determinazione del corrispettivo, che la vendita cela l'aspetto più problematico che – similmente a quanto emerso dalla disamina del sistema statunitense - è quello di assicurare che l'operazione sia conclusa al miglior prezzo, in conformità al principio di massimizzazione del going concern value. A tal riguardo²⁹³ l'obiettivo difficoltà di trovare un prezzo giusto si complica ulteriormente quando la vendita si realizza tra parti correlate²⁹⁴.

Il medesimo ragionamento può, in linea di principio, essere esteso ai casi di trasferimento dell'azienda aventi luogo in una fase prenotativa intercorrente tra la data del deposito del ricorso e quella del decreto di ammissione alla procedura di concordato²⁹⁵.

Come suesposto però gli atti di straordinaria amministrazione autorizzati nella fase prenotativa del concordato richiedono una previa verifica di un presupposto di urgenza, che, prima facie, risulta assente nella valutazione autorizzativa di atti straordinari che interessano la fase successiva all'ammissione in cui si lascia un più ampio margine di discrezionalità al giudice alla luce delle maggiori informazioni in possesso e della definizione del piano, già ammesso dal Tribunale al concordato. Ciò è sostenuto anche da parte della dottrina che riconosce come ammissibile che in tali situazioni il Tribunale, a seguito di un'analisi stringente (in specie per le lacune informative proprie di una fase prenotativa e soprattutto alla luce della mancanza di un piano definito), possa autorizzare l'atto giungendo al fondato convincimento che la vendita o il conferimento siano urgenti e

implica una mera sostituzione nella titolarità dell'azienda con una partecipazione al capitale nella società conferitaria (tuttavia mantendendosi una titolarità indiretta dell'azienda stessa).

293 Supra, L. Stanghellini, Il concordato con continuità aziendale. Secondo l'Autore, "in presenza di elementi che facciano ritenere che il prezzo è pari o superiore a quello realizzabile dopo l'omologazione del concordato o in sede di liquidazione fallimentare, non è invece richiesta l'urgenza. Trattandosi comunque di vendita che avviene sotto il controllo e su autorizzazione del tribunale, infine, occorre che questo controlli i flussi finanziari che ne derivano. Cfr. L. Varotti, Tribunale di Reggio Emilia. Appunti veloci in tema di riforma della legge fallimentare del 2012 (versione aggiornata al 25 ottobre 2012 sulla scorta dei primi casi), in <http://www.ilcaso.it/documenti/37.pdf>.

294 Cfr. il caso relativo al concordato San Raffaele in cui la sussistenza di un conflitto di interessi nella vendita è stata un elemento decisivo nel decreto di ammissione emesso dal Tribunale di Milano il 27 ottobre 2011.

295 A tal riguardo si analizzerà nel seguito della presente sezione il provvedimento del Tribunale Arezzo 11 novembre 2010, inedito.

nell'interesse dei creditori²⁹⁶.

Pertanto, alla luce della dottrina e di parte della piu' recente giurisprudenza, il trasferimento aziendale ante-omologa - pur con margini di discrezionalità e requisiti diversi a seconda della fase specifica in cui intervenga l'autorizzazione - appare ammissibile nel nostro ordinamento. Si ricordi però come negli Stati Uniti, il trasferimento ex §363, pur criticabile in alcune circostanze²⁹⁷, sia stato generalmente approvato in contesti di emergenza assicurando l'implementazione di meccanismi alternativi ai requisiti ordinariamente previsti nella fase di omologa per garantire:

- i. trasparenza competitiva delle procedure,
- ii. ampio consenso del ceto creditorio, e/o - anche in assenza di questi -
- iii. una valutazione di mercato oggettiva in grado di giustificare la conclusione del trasferimento ante-omologa (ossia ottenimento di un maggior prezzo e l'esigenza di procedere tempestivamente).

E' attraverso questi tre aspetti che sarebbe utile considerare, una volta verificatasi la ammissibilità giuridica, (i) sia il grado di sviluppo (ii) che l'effettiva capacità di rispondere al principio di massimizzazione del going concern value nel sistema italiano. Perché stante tale ammissibilità che per la dottrina prevalente e la giurisprudenza si traduce nella previsione del requisito di urgenza per il rilascio dell'autorizzazione nella fase prenotativa, o nella richiesta di ulteriori elementi informativi per la definizione del piano di concordato (tra cui si ritiene rientri anche il supporto fornito al giudice dall'attestazione del professionista che certifica la veridicità dei dati aziendali e fattibilità del piano o ove questo sia in

296 Supra, L. Stanghellini, Il concordato con continuità aziendale. Secondo l'Autore, "in sostanza, delle due l'una: o non vi sono in concreto gli elementi per valutare se la vendita dell'azienda o il suo conferimento siano urgenti e conformi agli interessi dei creditori, oppure se tali elementi vi sono, l'atto è autorizzabile. Non pare inficiare questa conclusione il fatto che il debitore, entro il termine fissato dal tribunale, potrebbe non proporre alcuna domanda di concordato o proporre domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti: il legislatore ha voluto consentire atti stabili, se autorizzati, anche in relazione a tale evenienza, evidentemente sulla base di una scelta politica secondo la quale la stabilità "vigilata" è comunque in grado di produrre effetti positivi in vista della possibile soluzione della crisi d'impresa". Rafforza questa conclusione la possibilità, recentemente introdotta, di nominare immediatamente il commissario giudiziale, con l'effetto di assimilare la fase che precede l'ammissione a quella che la segue".

297 Si rinvia al capitolo 2 in relazione alle critiche a Chrysler e alla giurisprudenza statunitense in materia.

fase di elaborazione della funzionalità dell'operazione di trasferimento ante-omologa rispetto al tale piano), fattori tutti che certamente rinforzano un presidio di garanzia verso i creditori, occorre chiedersi se un tale presidio giudiziale sia realmente sufficiente nel contesto italiano a scongiurare o limitare l'autorizzazione di atti (trasferimenti) pregiudizievoli (non rispondenti né ad un principio di massimizzazione del going concern value né all'interesse dei creditori), in un regime di arbitrarietà e discrezionalità derivante dalla presenza di un distressed market ancora non così sviluppato²⁹⁸ che priva il giudice (e il professionista attestatore che per primo elabora una valutazione peritale) di un benchmark in grado di provare con maggiore imparzialità e obiettività quale sia il fair value effettivo per il trasferimento.

Infine, si segnala un ultimo ma non meno importante fattore da valutare nell'ambito dell'analisi sull'ammissibilità di fattispecie di trasferimenti aziendali ante-omologa derivante dalla possibilità di escludere la responsabilità dell'acquirente per i debiti inerenti l'esercizio dell'azienda ceduta (risultanti dai libri contabili obbligatori prevista ai sensi dell'art. 2560, comma 2 c.c.²⁹⁹). Tale esclusione è già espressamente prevista nella fase esecutiva del concordato (art. 105, comma 4, richiamato dall'art. 182 legge fallimentare) e, secondo autorevole dottrina, andrebbe estesa alle fasi che precedono l'omologa giudiziale³⁰⁰. Infatti, qualora non venisse disapplicata, il prezzo di trasferimento dell'azienda sarebbe irrimediabilmente minore (con danno di tutti i creditori) per il fatto di dover soddisfare alcuni di essi per intero. Inoltre, per ragioni sistematiche, confermate dalle norme in materia di concordato con continuità aziendale, la disattivazione della responsabilità ex art. 2560, comma 2 c.c. è conseguenza della previsione e sostituzione della tutela collettiva in luogo di una tutela individuale disponibile ai

298 IMF Country Report No. 13/299 – Italy; A. Danovi, *Private Equity for Distressed Companies in Italy*, Esperienze d'Impresa 1/2010.

299 Fa eccezione a tale esclusione la responsabilità del cessionario dell'azienda per i debiti del cedente verso il lavoratore trasferito alle sue dipendenze (art. 2112 c.c.) che – più ampia della responsabilità ex art. 2560 comma 2 c.c. – opera anche in caso di trasferimento effettuato nell'ambito di procedure concorsuali, salvo quanto disposto dall'accordo che sia stato raggiunto durante le consultazioni ex art. 47, commi 4 bis e 5 della L. 29 dicembre 1990, n. 428. Supra, L. Stanghellini, *Il concordato con continuità aziendale*.

300 Inclusi i casi di autorizzazione delle vendite ex art. 161, comma 7 legge fallimentare.

singoli creditori in un contesto extra-concorsuale³⁰¹: è infatti ragionando in termini sistematici³⁰² che parrebbe esistere una *presumptio iuris inespresa* che escluderebbe il rischio di pregiudizio insito in un prezzo vile (e le ulteriori difficoltà di agire di un'azione revocatoria ordinaria), nel caso di trasferimento effettuato nell'ambito di una procedura concorsuale, ove gli atti compiuti sarebbero certamente controllati dal giudice. In termini procedurali, ciò risponde probabilmente al vero, ma quanta arbitrarietà si cela nel controllo giudiziale? In Italia, si è visto, la ratio di predisporre un sistema autorizzativo in cui il rilascio dell'autorizzazione è di assicurare la correttezza della procedura quando i creditori non abbiano ancora deliberato favorevolmente sulla proposta di concordato: quindi casi in cui sia necessario che il debitore – pur non pienamente spossessato nei termini della procedura fallimentare – abbia il proprio patrimonio tutelato attraverso un sistema di autorizzazioni subordinato al controllo del giudice delegato e del Tribunale.

Alla luce di quanto sopra, il trasferimento dell'azienda sarebbe legittimo in qualsiasi stadio della procedura concordataria (indipendentemente dal tipo di concordato e dalla finalità perseguita), potendo tale opzione rappresentare una delle risorse con cui l'imprenditore persegue lo scopo di superare la crisi denunciata. Così, se l'imprenditore ha predisposto (ancorchè in fase di elaborazione) un piano nel quale siano stati programmati la continuazione dell'esercizio dell'impresa e l'adempimento delle sue obbligazioni, magari con il realizzo dei proventi dell'attività, in modo da potere determinare il suo rientro in bonis, non sarebbe autorizzabile una domanda di trasferimento dell'azienda non

301 Cfr. G.E. Colombo, *L'azienda*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, a cura di F. Galgano, vol. III, Padova, 1979, 150 ss. in cui si rileva l'omogeneità esistente tra la responsabilità dell'acquirente d'azienda e la revocatoria, in cui in luogo di una responsabilità del terzo con i beni oggetto dell'atto revocato si sostituisce una responsabilità del terzo cessionario dell'azienda diretta ed automatica; in virtù di questa identità di ratio si ritiene che in analogia all'esenzione da revocatoria per gli atti autorizzati dal giudice all'interno del concordato preventivo, anche la responsabilità ex art. 2560, comma 2, c.c. vada disattivata. Cfr. altresì L. Varotti, Tribunale di Reggio Emilia. Appunti veloci in tema di riforma della legge fallimentare del 2012, disponibile su: www.ilcaso.it/documenti/37.pdf.

302 Analisi sistematica che conduceva a tale conclusione di disattivazione della responsabilità dell'acquirente ex art. 2560, comma 2 c.c. anche prima delle recenti riforme del 2006-2007 (che hanno previsto la disapplicazione nella fase di esecuzione del concordato ai sensi dell'art. 182, comma 5).

rientrante nel piano e mai prima rappresentata. Se, invece il trasferimento d'azienda facesse parte del piano ed il suo realizzo costituisse un valido mezzo per soddisfare i creditori o contribuisse con altre disponibilità patrimoniali all'esecuzione del concordato, potrebbe essere autorizzata ed eseguita in qualsiasi fase della procedura, anche nel caso in cui fosse stata programmata una liquidazione giudiziale per il realizzo dei beni.

3.2.2 *Riflessioni su un caso concreto e isolato*

Di seguito si esaminerà un caso isolato di conferimento d'azienda in una società di nuova costituzione autorizzato dal Tribunale di Arezzo³⁰³ immediatamente dopo il deposito del ricorso e prima dell'ammissione al concordato. L'esistenza di una pronuncia (che risulta isolata nel panorama giurisprudenziale attuale) offre alcuni spunti di riflessione in merito a:

- la scarsa frequenza e il limitato grado di sviluppo nell'ordinamento italiano di pronunce e/o casistica di rilievo nell'ambito del trasferimento d'azienda ante-omologa;
- il ragionamento e i fattori che il giudice in tale circostanza ha reputato fondamentali per il rilascio dell'autorizzazione.

Le circostanze del caso suggeriscono inoltre l'esistenza di elementi specifici che vanno considerati e che differenziano la fattispecie rispetto ai casi statunitensi.

In primo luogo, l'impresa ricorrente ha seguito la strada ordinaria di avvio della procedura di concordato, depositando un ricorso già supportato da un piano in cui il conferimento aziendale costituiva un tassello chiave per la risoluzione della crisi ed in cui il valore veniva determinato dalla relazione di stima anch'essa debitamente allegata³⁰⁴. A tale ricorso ha fatto seguito, in pari data, un'istanza³⁰⁵

303 Trib. Arezzo 11 novembre 2010, inedito.

304 L'istanza di autorizzazione è stata presentata in pari data il 9 novembre 2010. Si noti come tale caso preceda la riforma prevista dal c.d. Decreto Sviluppo (D.L. 22 giugno 2012, n. 83) e pertanto come a quella data l'imprenditore non avesse a disposizione lo strumento del "concordato in bianco", che consente al debitore di riservarsi di depositare il piano in un momento successivo entro un termine fissato dal Tribunale.

per l'autorizzazione del conferimento rivolta al Tribunale (unico organo competente in assenza di un giudice delegato nella fase precedente l'ammissione) al cui fondamento veniva posto il perseguimento dei seguenti fini:

- la conservazione in continuità del valore aziendale e dei livelli occupazionali;
- la ristrutturazione industriale e finanziaria dell'impresa;
- il raggiungimento del massimo soddisfacimento dei creditori.

Altro fattore posto a supporto dell'istanza era costituito dalla necessità di procedere³⁰⁶ in quanto sarebbe stato inammissibile non tutelare il debitore di fronte all'esigenza urgente e indefettibile di assumere atti dispositivi eccedenti l'ordinaria amministrazione "di per sé involgenti la sorte dell'impresa stessa".

In ultimo, ma non meno importante, altro elemento distintivo, la bozza dell'atto di conferimento (che veniva allegata all'istanza) prevedeva una condizione sospensiva a che il concordato a cui la società istante accedeva venisse definitivamente omologato.

Acquisita l'istanza, dopo un provvedimento di nomina ad hoc del Presidente del Tribunale, il giudice designato, il giorno dopo il deposito del ricorso (il 10 novembre 2011), emetteva il decreto di autorizzazione in favore della società istante, ritenendo dimostrata la rispondenza agli interessi dei creditori sia in termini di utilità che in termini di convenienza e considerando che il conferimento, sospensivamente condizionato all'omologa del concordato, costituisse una modalità operativa legittima destinata a realizzare la ristrutturazione contenuta nella proposta concordataria presentata dalla società istante col ricorso, che si prefiggeva anche l'obiettivo di garantire la conservazione del valore aziendale e la continuità dell'attività³⁰⁷.

305 Istanza del 9 novembre 2010 allegata al decreto di autorizzazione emesso dal Trib. Arezzo 11 novembre 2010, inedito.

306 Quasi anticipando il requisito di urgenza inserito nell'art. 161 comma 7 a seguito dei successivi interventi legislativi (D.L. 22 giugno 2012, n. 83, in seguito modificato dall'articolo 82, comma 2, del D.L. 21 giugno 2013, n. 69 convertito, con modificazioni, dalla Legge 9 agosto 2013, n. 98).

307 Decreto di autorizzazione ex art. 167 comma 2 legge fallimentare, emesso dal Trib. Arezzo 11 novembre 2010, inedito.

La rilettura in chiave critica del suddetto caso offre vari spunti di riflessione. In primo luogo, si testimonia che, nonostante un inferiore numero di strumenti disponibili, il sistema del concordato fosse già duttile nella fase precedente l'introduzione del Decreto Sviluppo. In secondo luogo, similmente alla casistica statunitense, si registra la rilevanza che si attribuisce alla massimizzazione del valore aziendale e alla tutela dei creditori (entrambe qualificabili come clausole generali della disciplina concordataria). Appare inoltre rispondente alle esigenze di urgenza anche la prontezza dell'intervento del giudice che proprio per salvaguardare la valenza dell'operazione di conferimento - parte centrale del piano di concordato - emetteva la propria decisione il giorno dopo la designazione.

Al contempo, non può però distogliersi l'attenzione da altre differenze ed esigenze che emergono rispetto al sistema statunitense. Innanzitutto, occorre specificare che il caso presente è un caso isolato e che se le vendite aziendali ante-omologa negli Stati Uniti hanno interessato colossi del settore industriale e finanziario, in Italia allo stato attuale - stante anche la disponibilità della procedura di amministrazione straordinaria - non vi sono stati casi eclatanti nell'ambito di procedure di concordato preventivo; inoltre, il presente caso tratta di un conferimento che di solito è operazione neutra che lascia al debitore una pur più labile titolarità indiretta sui beni conferiti tramite la partecipazione nella conferitaria. Relativamente alla criticità di arbitrarietà del giudizio, ossia di lasciare in capo al giudice una discrezionalità eccessiva nella determinazione sul se autorizzare o meno l'operazione, nel caso in esame una tale criticità è per lo meno limitata; infatti, pur in una fase precedente l'ammissione, il giudice ha a disposizione documentazioni e informazioni simili a quelle che avrebbe dopo la fase di ammissione al concordato, disponendo in particolare, sia del piano concordatario di cui il conferimento costituisce parte fondamentale che di una relazione di stima volta all'accertamento del valore di massimo realizzo dall'azienda. Nonostante si possano ribadire qui le perplessità per la possibilità che il giudice possa decidere di autorizzare un'operazione di conferimento in base ad un valore determinato da una perizia, in assenza di parametri obiettivi derivanti

da un mercato di riferimento, occorre precisare come (almeno) nel caso di specie questa considerazione appaia superflua poiché, pur rispondendosi ad un esigenza di celerità, il perfezionamento dell'operazione di conferimento era condizionato all'omologa concordataria, e quindi al compimento delle attività di votazione dei creditori concorsuali e alle loro eventuali opposizioni che il giudice avrebbe potuto valutare secondo i parametri previsti in sede di omologa (cram-down) ex art. 180 legge fallimentare. Tale subordinazione all'omologa in verità riduce al minimo le criticità suddette e i rischi di arbitrarietà e abuso di un tale strumento, ma certamente non appare propriamente ispirata dalla logica elaborata nel sistema statunitense; una logica volta ad autorizzare trasferimenti aziendali, prescindendo dai requisiti di trattamento previsti in sede di omologa, sostituiti da meccanismi correttivi che (più o meno) efficacemente sono volti a rispondere alle esigenze di un mercato dei distressed assets – come visto – più sviluppato e maggiormente capace di individuare parametri obiettivi che il giudice possa seguire nelle sue determinazioni (anche in assenza di un consenso creditorio).

3.3 Ulteriori riflessioni teorico-pratiche sull'ammissibilità del trasferimento aziendale ante-omologa

In un contesto come quello descritto sopra che testimonia un'apertura del sistema italiano al trasferimento d'azienda ante-omologa si ritiene in ogni caso utile elaborare ulteriori considerazioni che giustificerebbero un approccio di ancor maggior cautela verso tali operazioni: operazioni che il nostro sistema potrebbe non essere ancora in grado di gestire nel modo più proficuo sia in termini di valorizzazione dell'azienda in crisi che di tutela dei creditori. Si parla di un sistema che, si è visto, ha ammesso in linea teorica (supportata dall'orientamento prevalente), e isolatamente nella pratica, la possibilità di autorizzare tali operazioni di vendita (e/o talvolta di conferimento) ante-omologa. Ammissibilità che si è resa possibile grazie all'implementazione di un meccanismo autorizzativo creato dal legislatore e posto nelle mani dell'organo giudicante, considerato come strumento sufficiente ad assicurare la salvaguardia dell'interesse creditorio e della massima valorizzazione del going concern oggetto di trasferimento³⁰⁸. Si noti però come ciò differisca dal contesto statunitense in cui ogni dibattito – prescindendo da un'acquisita struttura di controlli giudiziali di carattere autorizzativo simile a quella italiana – è andato più in profondità e ha riguardato aspetti ulteriori quali quelli relativi alla possibile usurpazione dei diritti dei creditori a fronte di operazioni rilevanti che prevedevano un trattamento peggiore rispetto a quanto gli stessi avrebbero ottenuto (o per lo meno non conforme ai requisiti di cui alla § 1129 BC) in sede di omologa.

Orbene, se è vero che dall'analisi del contesto attuale l'approccio sia risultato cauto e circoscritto, con orientamenti dottrinali e giurisprudenziali che richiedevano che il giudice fosse pienamente informato, o provvisto del piano anche durante la fase prenotativa ai fini dell'autorizzazione di atti di straordinaria

308 Supra, L. Guglielmucci, *Diritto fallimentare*, Torino, 2011, 334.

amministrazione, o ancora attraverso la previsione di operazioni di trasferimento aziendale subordinate sospensivamente al rilascio dell'omologa giudiziale³⁰⁹, alcune riflessioni potrebbero essere nondimeno sviluppate, anche nel tentativo di indicare in modo schietto alcune criticità enunciate nell'incipit del presente capitolo, connesse al rischio che autorizzazioni giudiziali siano in realtà arbitrarie ed effettuate in assenza di parametri oggettivi di mercato che possano perseguire effettivamente la massimizzazione del going concern value.

Una prima riflessione - che già negli Stati Uniti è stata il fondamento delle discussioni sulle quick sales - è quella relativa alla possibilità di autorizzare operazioni che possano incidere sui diritti dei creditori prima che questi si siano espressi per l'approvazione di un piano in adunanza. Il fondamento di un tale meccanismo giace nella stessa concorsualità³¹⁰ delle procedure che vuole i creditori, secondo le priorità e nei modi stabiliti dalla legge, concorrere alla soddisfazione delle loro pretese verso l'impresa in crisi e in particolare, nel principio che durante la fase di crisi o insolvenza dell'impresa i creditori debbano essere considerati come reali apportatori del capitale e controllori delle sorti del patrimonio aziendale³¹¹ (essendo il loro l'interesse che andrà maggiormente tutelato nella fase crepuscolare in sostituzione di quello dei soci).

309 Condizione sospensiva che a parere di chi scrive potrebbe finire per annullare il carattere di efficienza e tempestività che dovrebbe giustificare il perfezionamento anzitempo di tali cessioni. Negli Stati Uniti, infatti, la vendita risulta perfezionata anche pendente l'appello innanzi la Corte distrettuale ove non sia stata prodotta istanza espressa di sospensione della medesima. Resta pertanto precluso l'unwinding dell'operazione anche in caso di vittoria in appello (cfr. capitolo 2 §363 (m) BC).

310 Cfr., inter alia, V. De Sensi, *La concorsualità nella gestione della crisi d'impresa*, Luiss University Press, 2009.

311 G. D'Attorre, *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, V Convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale" - *L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi* - Roma, 21-22 febbraio 2014 in cui l'Autore discute "la tesi secondo cui il controllo della impresa in crisi spetta ai creditori, i quali sono i veri "proprietari" dell'impresa. Secondo questa impostazione, quando l'impresa non sia in condizioni di normale esercizio e l'adempimento dei debiti sia in pericolo, l'intera struttura finanziaria della impresa sarebbe rappresentata da debito, tanto che i creditori possono considerarsi come i soggetti che forniscono il vero capitale di rischio dell'impresa. Per effetto di ciò, i creditori diventerebbero i "proprietari" dell'impresa in crisi e sarebbero i veri "azionisti" della società insolvente, ai quali devono essere attribuiti gli stessi diritti e le stesse tutele di cui godono gli azionisti di una società solvibile".

Una conferma in tal senso giunge da parte della dottrina³¹² che osserva che se “in condizioni di normale esercizio è del tutto giustificato che i creditori siano estranei al controllo sull'impresa, esiste invece un serio problema circa il controllo dell'impresa quando essa non sia in condizioni di normale esercizio e l'adempimento dei debiti sia in pericolo: un problema cioè di controllo dell'impresa in crisi [...] E' proprio per questo che, in caso di pericolo per i creditori, la legge fa sorgere specifici "doveri di protezione" in capo al debitore e, in caso di imprenditore in forma societaria, in capo agli amministratori³¹³ [...] Il principio può infine essere affermato, sulla base dei principi generali, da semplici decisioni giurisprudenziali, che risolvono casi in cui è in discussione l'operato degli amministratori nella fase "crepuscolare"³¹⁴, quando l'insolvenza non è ancora emersa ma incombe come prospettiva concreta della loro gestione, la quale dunque non può più svolgersi nell'interesse esclusivo dei soci”³¹⁵.

Il fondamento e l'effetto dell'applicazione di un tale principio (di mutamento della proprietà e controllo dell'impresa in crisi, almeno in un'ottica economica) sarebbe quello di tutelare l'interesse creditorio come interesse primario nella fase crepuscolare dell'impresa, garantendo i creditori attraverso la loro approvazione nel voto in adunanza, e assicurando loro il rispetto di un trattamento minimo

312 L. Stanghellini, Proprietà e controllo dell'impresa in crisi, in Riv. Soc., 2004, p. 1041 e ss. in cui si richiama il pensiero di F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, Voting in Corporate Law, in Journal of Law and Economics, 16, 1983, p. 404. Sul punto vedi anche B. Libonati, Prospettive di riforma sulla crisi d'impresa, Giur. comm., 2001, I, p. 332; F. Fimmanò, L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci, in Riv. soc., 2010, p. 79.

313 Id. in cui l'Autore osserva che “ed infatti: previsto un obbligo specifico di ricorrere all'autorità giudiziaria attivando una procedura d'insolvenza [...] al sorgere del rischio di insolvenza gli amministratori di società divengono soggetti ad obblighi nuovi ed ulteriori rispetto a quelli cui sono normalmente soggetti: la legge li rende infatti civilmente responsabili del danno arrecato ai creditori per effetto di una gestione che, nel nuovo contesto, non tenga conto anche degli interessi dei creditori. Sia attraverso norme dirette che tutele indirette come l'art. 2394 c.c.”.

314 Cfr., inter alia, R. Rodorf, Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi, Le Società n. 6/2013 p. 669.

315 Cfr. Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communication Inc., Del. Ch. CA. No. 12150, 1991 W.L. 277613 (Del. Ch. 1991), in cui si afferma, che ove la società sia prossima all'insolvenza, il consiglio di amministrazione deve fare gli interessi dell'impresa nel suo complesso e quindi non più nell'interesse esclusivo dei soci (“At least where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of directors is not merely the agent for the residual risk bearers, but owes a duty to the corporate enterprise”). In questo senso, A. Chaver, J.M. Fried, Managers' Fiduciary Duty upon the Firm's Insolvency: Accounting for Performance Creditors, in Vanderbilt Law Review, 2002 (55), 1813 ss.

previsto di regola nella fase di omologa. Nel caso del concordato preventivo ciò dovrebbe – in linea di principio – tradursi nell'attuazione della previsione dell'art. 180 legge fallimentare che, su opposizione dei creditori dissenzienti, consente al giudice di valutare se dal piano (già approvato con le maggioranze di cui all'art. 177 legge fallimentare) risulti un soddisfacimento dei creditori dissenzienti in misura almeno pari a quella che avrebbero ottenuto in sede di liquidazione³¹⁶. Per fare un parallellismo, con la casistica statunitense prima esaminata, dovrebbe valutarsi se i trattamenti minimi previsti in sede di omologa (best interest test) siano altresì applicabili in una fase ad essa antecedente. Nonostante possa ritenersi il best interest test come criterio minimo che ogni piano dovrebbe garantire, non sussistono obblighi normativi espressi che richiedano al giudice di sondare il rispetto di tale criterio nella fase ante-omologa. Anche in questo caso potrebbero riprendersi le valutazioni circa la conciliabilità delle operazioni ante-omologa con il rispetto dei requisiti minimi previsti per l'omologa del piano su cui si è incentrato il dibattito negli Stati Uniti; appare tuttavia evidente come anche nel nostro sistema ciò che conterebbe sarebbe la possibilità di assicurare con meccanismi alternativi la massimizzazione del going concern value a beneficio di tutti i creditori. Per quanto riguarda la mancata approvazione dei creditori che nei trasferimenti aziendali ante omologa non sono chiamati a esprimere il loro consenso (genuino) con le maggioranze previste per l'approvazione del piano, occorre precisare come anche questa criticità possa ritenersi superabile implementando i meccanismi alternativi simili a quelli indicati nell'analisi statunitense. Si tratta di meccanismi alternativi volti ad assicurare la massimizzazione del going concern value, quali: determinazione del prezzo di trasferimento in base ad una valutazione oggettiva effettuata su parametri di mercato, e una procedura competitiva volta alla ricerca trasparente del miglior offerente. Si noti inoltre che se in alcune pronunce, in virtù di quell'approccio – più che cauto – che ha caratterizzato il contesto italiano, è già emersa un'attenzione a modalità di trasferimento incentrate su competitività e trasparenza

316 Per una breve disamina delle differenze rispetto al best interest test statunitense cfr. 2.2.2.

al fine di massimizzare il going concern value³¹⁷, non è stata posta altrettanta attenzione alla possibilità che valutazioni economiche di tali trasferimenti fossero fuorvianti ossia non in grado di riflettere il miglior prezzo definibile in base a parametri di un mercato che non appare sufficientemente sviluppato in Italia (e quindi in ultimo, non garantendo che una reale massimizzazione del valore aziendale sia perseguita in deroga all'ordinario meccanismo di approvazione dei creditori e al loro trattamento minimo previsto in sede di omologa).

Ricollegandosi alla problematica della concorsualità, alla tutela degli interessi creditori nella fase crepuscolare dell'attività d'impresa e alla mancanza di un'espressione di voto dei creditori nelle ipotesi di trasferimenti aziendali ante-omologa qui discusse, occorre sottolineare come dalla privazione di una tale espressione del voto consegua il venir meno di un tratto caratterizzante in nuce le procedure concorsuali: la cosiddetta concorsualità partecipativa. La concorsualità

317 In relazione alla suddetta attenzione a una vendita competitiva e genuina cfr. (per il caso del concordato preventivo del San Raffaele) decreto Tribunale Milano del 27 ottobre 2011 in cui il Tribunale – sollecitato dalla Procura della Repubblica – ha ritenuto di criticare una vendita ad un offerente a prezzo predeterminato poiché si impedisce di trovare altri investitori possibilmente interessati all'acquisto della newCo conferitaria ad un prezzo magari superiore a quello convenuto nell'offerta irrevocabile di acquisto per questo ritenuta “blindata”; e questo – sempre secondo il Tribunale - potrebbe profilare un'eventuale invalidazione per violazione o elusione di norme imperative ex artt. 1343 e 1344 codice civile ed eventualmente anche in relazione all'art. 186 legge fallimentare; il risultato di ciò è plausibilmente che dopo il decreto San Raffaele la strada del concordato preventivo con la vendita “blindata” delle attività ad un investitore già individuato non sarà più sicura e questo potrebbe rivelarsi un fattore di ulteriore restrizione al salvataggio delle imprese in crisi in specie per le vendite ante-omologa che richiedono ancora maggior cautela stante l'anticipazione dei tempi e, di regola nella fase prenotativa, l'assenza di una documentazione completa e in fase di elaborazione. Si veda inoltre Trib. Bergamo 1 dicembre 2011, in cui in relazione a una cessione ante-omologa si precisava che “La pubblicazione dell'offerta da parte della L. S.p.a., inoltre, ha avuto lo scopo di informare gli eventuali interessati della intenzione della stessa società di vendere la propria azienda alle condizioni minime ivi indicate attraverso una procedura competitiva e ciò allo scopo di reperire il "miglior offerente". La valutazione circa quale tra quelle effettuate alla data fissata per l'espletamento di tale procedura innanzi al G.D. fosse la "migliore offerta", è rimasta affidata, pertanto mantenendo l'imprenditore l'amministrazione dei propri beni, seppure con il limite di cui si è appena detto – alla società alienante ed al parere del commissario giudiziale espresso in quella stessa sede in virtù del suo potere di vigilanza dell'operato dell'imprenditore attribuitagli dall'art. 167 co 1° L.F. nella fase ante omologa del concordato preventivo. La procedura esperita per la individuazione e la scelta dell'acquirente della azienda della L. è stata del tutto corretta in quanto, al di fuori della fase liquidatoria ovvero di quella successiva alla omologa del concordato - non vige nessun obbligo di fare ricorso alle procedure di vendita disciplinate dalla legge per le vendite assimilabili a quelle forzate”.

partecipativa, riconosciuta dalla migliore dottrina³¹⁸, è definibile quale “sistema normativo che consente di realizzare [...] solidarietà e di soddisfare l’esigenza di coinvolgimento del ceto creditorio secondo un’idea condivisibile di maggiore sensibilità nella gestione [della procedura] a quelle istanze di mercato che sono rappresentate dai creditori”. La mancanza di un tratto fondamentale delle procedure concorsuali, capace di incidere sulla conciliabilità delle istanze creditorie (confliggenti per definizione)³¹⁹ ha l’effetto di privare il giudice di un riscontro univoco dai creditori, le cui istanze, conciliate attraverso il voto della maggioranza, potrebbero avere un peso determinante nella scelta autorizzativa finale indirizzandola in modo più conforme ad esigenze di “equità” che potrebbero invece non essere debitamente considerate nel caso di autorizzazione fondata su una mera perizia di valutazione. Ciò non di meno potrebbero suggerirsi strade alternative volte al recupero di quella partecipatività che risulta mancante dall’assenza del voto. Tra queste, la nomina di un comitato di creditori composto da 5 membri con un meccanismo di nomina assimilabile a quello previsto per il fallimento (articoli 40 e ss. legge fallimentare) potrebbe rappresentare un valido ausilio per il giudice nell’implementazione di trasferimenti aziendali ante-omologa – in aggiunta – ai meccanismi alternativi suindicati imperniati sui concetti di competitività e trasparenza. Resta ovviamente il problema di assicurare che l’introduzione di un ulteriore ausilio procedurale, potenzialmente in grado di recuperare in parte il carattere della concorsualità partecipativa e di ridurre i rischi di arbitrarietà nella valutazione giudiziale, sia altresì rispondente alla necessaria tempestività che dovrebbe connotare l’opzione del trasferimento ante-omologa, quale opzione snella e rapida per cogliere un’opportunità di risanamento – quasi irrinunciabile³²⁰.

318 Cfr. V. De Sensi, *La concorsualità nella gestione della crisi d’impresa*, Luiss University Press, 2009, 297 ss. L’Autore osserva come “la concorsualità trova una sua spiegazione nella complessità della impresa e dei rapporti che essa è in grado di generare [risultando altresì] come la valorizzazione della impresa, intesa quale valore economico da salvaguardare, non è incompatibile con la concorsualità, anzi si può sostenere che questo comporta una maggiore sofisticatezza della concorsualità, soprattutto nella sua dimensione attinente alla partecipazione dei creditori nella gestione della procedura”.

319 Id., 298.

320 In casi del genere, pertanto, al fine di rispondere all’esigenza di celerità che connotano questi

In un certo senso collegata alle problematiche suesposte risulta essere la seconda riflessione di carattere teorico, inerente alla configurabilità nei casi di trasferimento aziendale ante-omologa di una violazione del principio di responsabilità patrimoniale generica del debitore enunciato dall'art. 2740 c.c., secondo il quale il debitore risponde delle proprie obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri, e dell'art. 2910 c.c., che ne costituisce la proiezione in sede esecutiva. Se, infatti, è stata riconosciuta ampia libertà al debitore sia in termini di flessibilità sia di atipicità delle possibili modalità di soddisfacimento dei crediti ex art. 160 legge fallimentare, questa non può tuttavia ritenersi automaticamente legittima, ove in contrasto con i limiti invalicabili posti da norme imperative³²¹. Sebbene, si tratti di un tema complesso che richiederebbe un approfondimento specifico, ai fini di questo elaborato si porrà attenzione solo ad alcuni profili che qui interessano.

Occorre in primo luogo puntualizzare come tale analisi sia stata declinata diversamente a seconda della tipologia di concordato, sia esso liquidatorio, o in continuità. Rispetto al concordato in continuità, oggi disciplinato dall'art. 186 bis legge fallimentare, l'odierna disciplina del concordato preventivo declina la continuità aziendale³²² in senso tanto soggettivo quanto oggettivo³²³: il senso è di

trasferimenti, un ipotetico comitato dei creditori andrebbe nominato in tempi brevi e possibilmente proposto dal debitore al giudice, congiuntamente al deposito dell'istanza di trasferimento (in specie nei casi in cui tale istanza sia presentata nella fase prenotativa), secondo i criteri di cui all'articolo 40 comma 3, legge fallimentare.

321 Su ratio e portata dell'art. 2740, comma 2, c.c., cfr., inter alia, E. Roppo, Responsabilità patrimoniale, in Enc. dir., XXXIX, Giuffrè, Milano, 1988, p. 1049 ss.. 31 Cfr. L. Bigliuzzi Geri, Patrimonio autonomo e separato, in Enc. Dir., XXXII, Giuffrè, Milano, 1982, p. 280; M. Bianca, Vincoli di destinazione e patrimoni separati, Cedam, Padova, 1996, p. 7 ss.; L. Salamone, Gestione e separazione patrimoniale, Cedam, Padova, 2001, p. 5 ss.; P. Iamiceli, Unità e separazione dei patrimoni, Padova 2003, p. 34 ss.; L. Zoppini, Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni, in Riv. dir. civ., 2002, I, p. 545 ss. Più di recente, vedi l'ampia trattazione di N. Baccetti, Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società, Giuffrè, Milano, 2009, p. 115 ss. P.G. Jaeger, La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento, Giuffrè, Milano, 1968.

322 Cfr. Maffei Alberti, sub art. 186-bis, in Commentario breve alla legge fallimentare, diretto da Maffei Alberti, 2013, 1238; M. Fabiani, Riflessioni precoci sull'evoluzione della disciplina della regolazione concordata della crisi d'impresa (appunti sul d.l. 83/2012 e sulla legge di conversione), in Ilcaso.it, II, 303/2012, osserva che "la nozione di continuità aziendale utilizzata dal legislatore è spuria in quanto sono accomunate al medesimo destino sia quelle imprese in cui

riconoscere la continuità sia che l'imprenditore prosegua l'attività in proprio (continuità in senso soggettivo), sia che egli proceda alla cessione del complesso produttivo a un soggetto terzo (continuità in senso oggettivo), indipendentemente dalla forma di trasferimento. In entrambi i casi secondo la dottrina maggioritaria troverebbero applicazione le regole di cui all'art. 186 bis che sembrerebbe rappresentare una disciplina ad applicazione necessaria³²⁴. A tal riguardo, i casi di trasferimenti ante-omologa, come esaminati anche nel contesto statunitense, parrebbero per lo più riconducibili a trasferimenti in cui la continuità aziendale si realizza in capo a un soggetto terzo (continuità in senso oggettivo), mentre il debitore persegue lo scopo di estinguere le pretese creditore con i proventi del trasferimento: in tal senso la fattispecie del trasferimento ante-omologa rappresenta una modalità di valorizzazione e al contempo di estinzione del debito³²⁵.

Dottrina e giurisprudenza hanno elaborato un loro orientamento in relazione alla possibile violazione del suddetto principio dell'art. 2740 c.c. nei casi di concordato preventivo e in particolare nei casi di concordati che prevedano la messa a disposizione di una parte soltanto del patrimonio del debitore in favore

l'azienda in esercizio viene trasferita (o conferita) a terzi sia quelle in cui l'attività d'impresa resta in capo al medesimo imprenditore (non importa, qui, se affiancato da nuovi investitori)".

323 Cfr. S. Ambrosini, *Profili giuridici della crisi d'impresa alla luce della riforma del 2012*, in Ambrosini-Andreani-Tron, *Crisi d'impresa e restructuring*, Milano, 2013, 79 ss., in cui si osserva come "prima della novella del 2012, la prosecuzione dell'attività da parte dell'imprenditore in stato di crisi in via diretta era considerata l'unica fattispecie di concordato con continuità aziendale (noto anche come concordato per ristrutturazione (cfr., in proposito Arato, *Il concordato preventivo con continuazione dell'attività d'impresa*, in Bonelli (a cura di), *Crisi d'impresa: casi e materiali*, Milano, 2011, 157), mentre si tendeva a far ricadere il trasferimento del complesso produttivo nel genus del concordato per cessio bonorum (cfr. S. Ambrosini, *Il piano di concordato e l'eventuale suddivisione dei creditori in classi*, in Ambrosini-Demarchi-Vitiello, *Il concordato preventivo e la transazione fiscale*, Bologna, 2009, 30)". Sui limiti labili del concetto di continuità cfr. inter alia, R. Argenzio, *Il concordato preventivo in continuità aziendale*, in *Bilancio e reddito di impresa*, IPSOA, Milano, 2013, p. 54 ss., fa derivare da tali condizioni una nozione estensiva di concordato in continuità, la quale ricomprende tutte le ipotesi in cui venga proposto un piano che non preveda la completa dismissione del patrimonio e la cessazione dell'attività.

324 Id.

325 Id. in cui l'autore osserva come "non sono infrequenti tuttavia casi di concordato c.d. misto in cui si rende necessario acclarare se vadano applicate le regole di cui all'art. 182, quelle di cui all'art. 186 bis o entrambe. A tal riguardo, la giurisprudenza appare incline all'adozione della teoria dell'assorbimento o della prevalenza, vale a dire di quel criterio ermeneutico che, nel caso di contratto misto, conduce all'applicazione della disciplina dello schema negoziale tipico al quale siano riconducibili gli elementi prevalenti, senza peraltro escludere ogni rilevanza giuridica di quelli ulteriori". Cfr., inter alia, Cass., n. 22828/2012, in *Diritto & Giustizia*, 2012.

dei creditori. In tali circostanze la giurisprudenza³²⁶ tende nel senso dell'inammissibilità di proposte di concordato preventivo che prevedano il trasferimento solo parziale dei beni in favore dei creditori, profilandosi così una violazione dell'art. 2740 c.c. Al contrario, la dottrina maggioritaria³²⁷, anche se non unanime³²⁸, ha ritenuto la fattispecie ammissibile, evidenziando come l'accordo concordatario si ponga su un livello diverso rispetto a quello del

326 App. Roma, 5 marzo 2013, in www.ilcaso.it; Trib. Roma, 25 luglio 2012, in *ivi*; Trib. Roma, 29 luglio 2010, in *Fallimento*, 2011, 225 in cui si osserva che “la cessione dei beni ai creditori prevista nell'ambito del concordato preventivo, riguarda tutti i beni esistenti nel patrimonio del debitore, così come disposto dall'articolo 160, comma 2, n. 2, della legge fallimentare, nel testo anteriore alla riforma. Ne consegue che, in sede di concordato, non è configurabile una cessione ai creditori di una parte soltanto dei beni, posto che, in tal caso, non potrebbe prodursi l'effetto esdebitatorio del concordato, diversamente da quanto, invece, accade con la cessione contrattuale prevista dall'articolo 1977, codice civile, ove i creditori cessionari hanno facoltà di agire in via esecutiva anche sui beni non ceduti”; Trib. Torino, 23 dicembre 2010, in www.ilfallimentarista.it in cui si osserva che “Se la situazione d'incapienza patrimoniale del debitore integra stato di crisi o d'insolvenza (ex lege equivalenti, ai fini dell'art. 160 11), sussiste il presupposto oggettivo per l'ammissione al concordato preventivo; in tal caso, il piano puramente liquidatorio di cessione parziale dei beni — così come in concreto proposto — non è ammissibile nella condizione data, atteso che, come già cennato il debitore — art. 2740 c.c. — risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri (e la proposta non contiene alcuna forma di ristrutturazione dei debiti, che, invece, la proponente professa di adempiere integralmente, né indica mezzi soddisfattivi diversi dall'adempimento); i creditori — art. 2741, primo comma, c.c. — hanno eguale diritto di essere soddisfatti sui beni del debitore (e non su parte di essi), salve le cause legittime di prelazione”; Trib. Arezzo, 8 novembre 2011, in *ivi*, secondo cui la cessione parziale sarebbe compatibile con i principi generali della responsabilità patrimoniale nei soli casi in cui il piano preveda che le attività non cedute siano funzionali alla prosecuzione dell'impresa (quindi solo nei concordati che prevedano la continuità aziendale) ed alla conseguente produzione di risorse da destinare al soddisfacimento dei creditori.

327 Cfr. A. Maffei Alberti, *Commentario breve alla legge fallimentare*, Cedam, Padova, 2013, p. 1058, con la precisazione che «l'ammissibilità di siffatta proposta dipenderà, in concreto, dall'attitudine del piano concordatario a riservare ai creditori un trattamento non peggiore rispetto a quello derivante da una liquidazione totale in sede fallimentare»; G. Lo Cascio, *Il concordato preventivo nel quadro degli istituti di risanamento*, in *Fallimento*, 2012, p. 144; N. Nisivoccia, *Concordato preventivo e continuazione dell'attività aziendale: due decisioni dal contenuto vario e molteplice*, in *Fallimento*, 2011, p. 230; M. Fabiani, *Diritto fallimentare. Un profilo organico*, 2011, Zanichelli, Bologna, p. 610; C. Cavallini, B. Armeli, Art. 182, in *Commentario alla legge fallimentare* diretto da C. Cavallini, Egea, Milano, 2010, p. 741; G. Racugno, *Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione e transazione fiscale. Profili di diritto sostanziale*, in *Trattato di diritto fallimentare* diretto da V. Buonocore e A. Bassi, I, Padova, 2010, p. 500; P. Pajardi, *Codice del fallimento* a cura di M. Bocchiola e A. Paluchowski, VII ed., Giuffrè, Milano, 2009, p. 1874; L. Pica, *Il concordato preventivo*, in *Fallimento e concordati* a cura di P. Celentano e E. Forgillo, Utet, Torino, 2008, 1088; P.F. Censoni, *Il concordato preventivo*, in S. Bonfatti, P.F. Censoni, *Manuale di diritto fallimentare*, Cedam, Padova, 2007, p. 418; G.U. Tedeschi, *Manuale del diritto fallimentare*, Cedam, Padova, 2006, p. 544; G. Bozza, *La proposta di concordato preventivo, la formazione delle classi e le maggioranze richieste dalla nuova disciplina*, in *Fallimento*, 2005, p. 1209.

328 Cfr. Galletti, Art. 160, in *Commentario alla legge fallimentare*, diretto da C. Cavallini, III, Egea, Milano, 2010, 356 e 380.

principio della responsabilità patrimoniale, non essendo espressamente vietato che il debitore “possa concludere con la maggioranza dei suoi creditori un accordo diretto all'estinzione di tutte le obbligazioni mediante un pagamento parziale, che può non esaurire le sue disponibilità”³²⁹.

Sebbene il suddetto dibattito non possa ancora dirsi concluso, può rilevare nel caso in esame di trasferimento aziendale ante-omologa. In particolare sia con riguardo all'aspetto contenutistico (i.e. al trattamento dei creditori) previsto dalla proposta di concordato che alla tempistica anticipata dell'istanza di autorizzazione del trasferimento: ossia, rispettivamente, sia (i) alla possibilità che dal trasferimento aziendale ante-omologa risulti un trattamento dei creditori diverso, con previsione di una disponibilità patrimoniale ridotta rispetto a quella che sarebbe divenuta disponibile per i creditori ex art. 2740 c.c., che (ii) alla modalità temporale che (salvo i casi di trasferimento sospensivamente condizionato all'omologa) comporterebbe il perfezionamento del trasferimento ante-omologa prima che i creditori abbiano approvato la proposta e il trattamento in esso contenuto.

Relativamente al primo aspetto rilevano gli orientamenti suddetti secondo cui “pur nella libertà delle forme consentite dal legislatore, il punto di incontro ai fini del superamento della crisi tra le esigenze di soddisfacimento dei creditori e di tutela dell'impresa debba necessariamente sempre passare per un sacrificio delle ragioni dei primi solo ove si tratti di favorire la conservazione della impresa”, giustificandosi solo in tali casi una deroga all'art. 2740 c.c.³³⁰. Parrebbe pertanto che la derogabilità del concordato all'art. 2740 c.c. sia ammissibile (anche per la giurisprudenza) nei casi di concordati in cui la conservazione del valore

329 A. Jorio, *La riforma fallimentare: pregi e difetti delle nuove regole*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, p. 705-706.

330 App. Roma, 5 marzo 2013. In senso contrario, cfr. A. Patti, *Il miglior soddisfacimento dei creditori: una clausola generale per il concordato preventivo?*, in *Fallimento*, 2013, p. 1101 ss; G. Terranova, *Il concordato «con continuità aziendale» e i costi dell'intermediazione giuridica*, in *Dir. fall.*, 2013, I, p. 1 ss., il quale esamina anche la portata sistematica della disciplina introdotta per i concordati con continuità aziendale, e l'esigenza che l'obiettivo della conservazione dei valori non pregiudichi, in modo irrimediabile, l'interesse dei creditori e dei terzi contraenti. Per uno studio storico - comparatistico sull'interesse alla conservazione dei complessi produttivi, cfr. N. Rondinone, *Il mito della conservazione dell'impresa in crisi e le ragioni della commercialità*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 286 ss.

dell'impresa rappresenta il fine precipuo dell'intera riorganizzazione. Nel caso in esame, il trasferimento d'azienda implicherebbe ex se un trasferimento di attività e beni volto a conservare un valore d'impresa esistente e a massimizzarlo mediante il trasferimento anzitempo nella fase ante-omologa. Ciò, secondo il suddetto orientamento, lo renderebbe qualificabile come concordato "in continuità oggettiva"³³¹, in linea di principio, ammissibile in deroga all'art. 2740 c.c.³³².

Relativamente al secondo aspetto che vedrebbe il trasferimento ante-omologa perfezionarsi prima che i creditori abbiano approvato la proposta e il trattamento in essa contenuto occorre sottolineare quanto segue. Uno degli elementi che – similmente al sistema statunitense – giustificerebbe una rinuncia alla par condicio, o ai trattamenti previsti in sede di omologa, e al principio di garanzia

331 Continuità oggettiva che in virtù della flessibilità attribuita al concetto di continuità potrebbe essere riscontrata anche nei concordati liquidatori in cui la liquidazione in blocco di determinati assets o rami aziendali assicura la conservazione dei valori e la possibile continuità in capo ai soggetti acquirenti, similmente a quanto avviene nei casi di trasferimento in continuità ex art. 186 bis della legge fallimentare.

332 Altra prospettiva potrebbe essere quella che identifica nella normativa sul concordato con continuità uno dei casi legali di limitazione della responsabilità. L'art. 2740 c.c. prevede al secondo comma che «le limitazioni della responsabilità non sono ammesse se non nei casi stabiliti dalla legge». In relazione alle molteplici ipotesi di limitazioni legali della responsabilità patrimoniale e alla conseguente erosione del principio di universalità della responsabilità, cfr. L. Barbiera, Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali, in *Il codice civile. Commentario fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli*, 2° ed., Giuffrè, Milano, 2010, p. 35 ss. In generale, tale principio di garanzia patrimoniale generica è affermato e riconosciuto in tutte le economie avanzate ed in tutti gli ordinamenti occidentali, incluso quelli di common law, venendone ovunque assolutamente riconosciuta la indispensabile utilità per lo sviluppo dei traffici. Gli autori americani indicano il fondamento di tale principio nella sua efficienza economica riconoscendo che la responsabilità generale del debitore facilita gli scambi in quanto riduce considerevolmente i costi transattivi di verifica e monitoraggio del patrimonio del debitore stesso, facilitando il creditore anche nella fase esecutiva, con la facoltà di agire esecutivamente sui beni che preferisce. A tal riguardo, si veda Hansmann - Kraakman, Property, contract and verification: the numerus clauses problem and the divisibility of rights, 2002, Harvard Law School, Public Law Research Paper No. 37., p. 28, in cui si osserva che "The law simply presumes, as a default rule, that all of a person's creditors are granted a security interest in all of the person's assets, and that those security interests will have equal priority"; si veda inoltre, Hansmann - Kraakman, The Essential rule of organizational law, 2000, 110 Yale L.J. 387, p. 16, in cui si osserva che "The default rules of property and contract law provide that, absent contractual agreement to the contrary, each of the entrepreneur's creditors has an equal-priority claim upon all of his assets ... The entrepreneur cannot alter this pattern by simply putting a term in his contracts with his business creditors. This would essentially involve taking a "property right" from his personal creditors and giving it to his business creditors without his personal creditors consent". In tale senso, tali autori affermano che il principio da noi sancito nell'art. 2740 attribuisce a ciascun creditore un diritto di tipo "proprietario" protetto in via assoluta, che si può modificare solo con il consenso del creditore stesso. Così anche Hansmann - Kraakman - Squire, Legal entities, asset partitioning and the evolution of organizations, 2002.

patrimoniale generica sarebbe quello di ottenere il consenso dei creditori, ovvero, in applicazione del principio operante in caso di adunanza, dei creditori che detengono la maggioranza dei crediti “ammessi” (e della maggioranza delle classi, ove previste); infatti, il principio di maggioranza, se fondato su una comunione di interessi, può giustificare il vincolo a carico della minoranza dissenziente e la potenziale deroga al principio di autonomia negoziale, in modo assimilabile a quanto avviene nell’ambito societario, consentendo di superare il diritto di veto dei singoli rispetto a proposte di regolazione del dissesto da parte del debitore che riguardano necessariamente tutta la collettività dei creditori³³³, e ammettendo che la decisione della maggioranza creditoria possa avere qualsivoglia contenuto, anche in deroga al principio di par condicio attraverso la suddivisione in classi³³⁴. Esaminando quest’ultimo aspetto, il punto chiave in ordine al trasferimento aziendale ante-omologa sarebbe quello di evidenziare come – stante la asserita ammissibilità nel nostro sistema – autorizzare il perfezionamento di un’operazione a prescindere dal suddetto consenso della maggioranza creditoria (quindi non in caso di previsione di una condizione sospensiva che subordini il trasferimento all’avvenuta omologa) possa testimoniare l’operatività nel nostro ordinamento – almeno in linea teorica - di una prevalenza del principio di massimizzazione del going concern sia rispetto al principio enunciato dall’articolo 2740 c.c.³³⁵, sia rispetto al suddetto principio di maggioranza.

Ad esito di ciò resta un ulteriore tema che è poi centrale nell’analisi del sistema italiano. Il dubbio che permane è se il giudice competente sia in grado di avere informazioni sufficienti per assicurare, talvolta in condizioni di urgenza, che la massimizzazione del going concern value sia effettivamente perseguita mediante

333 G. D’Attorre, Il conflitto d’interessi fra creditori nei concordati, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 392 ss.

334 In relazione al sistema statunitense cfr. 2.2.2. in cui si delinea l’operatività del principio di maggioranza solo internamente alle classi dei creditori, obbligatoriamente create ex lege, con previsione della possibilità che l’omologazione in cram down del giudice si realizzi anche nei casi in cui vi sia stata approvazione del piano solo da parte di una classe di creditori impaired.

335 In quanto sarà possibile prevedere anche trattamenti diversi o per classi in deroga alla par condicio e con previsione di attribuzione di alcune parti di patrimonio – si veda in dottrina, D’Attorre che considera quale effetto naturale del concordato la segregazione del patrimonio in due parti spettanti ai creditori ante concordato e post concordato in ragione dell’effetto esdebitativo ex articolo 184 legge fallimentare.

autorizzazione di un trasferimento aziendale ante-omologa e altresì che, supplendo all'assenza del consenso creditorio, tale operazione rifletta il miglior interesse dei creditori: in tal modo riconoscendo all'attestazione e alla relativa valutazione peritale in essa contenuta un peso notevole nella sua determinazione autorizzativa.

Abbiamo visto come dottrina e giurisprudenza tendano nel senso dell'ammissibilità dei trasferimenti aziendali ante-omologa sia nell'ambito di concordati in continuità che in concordati meramente liquidatori e come in ogni caso siano tenuti in considerazione svariati fattori tra cui la tempistica e il momento in cui si dovrebbe perfezionare l'operazione (pre-ammissione / post-ammissione) e l'oggetto del trasferimento (che se rientrante nell'oggetto sociale potrebbe sinanche giustificare un trasferimento in assenza di una autorizzazione giudiziale proprio per il carattere "ordinario" potenzialmente attribuibile all'operazione). Inoltre, abbiamo esaminato come, prescindendo dalla tipologia di concordato, tali operazioni possano essere autorizzate in un regime di arbitrarietà giudiziale in cui – stante l'assenza di un mercato dei distressed assets sufficientemente sviluppato a indicare parametri di valutazione affidabili al giudice e agli attestatori di volta in volta nominati – il perseguimento degli obiettivi di massimizzazione del going concern value (principio guida a seguito delle recenti riforme similmente alla situazione statunitense) non potrebbe essere proficuamente raggiunto, rimanendo un auspicio, piu' che un reale proposito in grado di giustificare deroghe alla ordinaria procedura e così non attendere i tempi di una tipica omologazione concordataria.

Prima di concludere resta un ulteriore punto rispetto al quale occorre effettuare alcune considerazioni. Abbiamo visto che l'ammissibilità di un trasferimento ante-omologa risulta in linea di principio possibile a prescindere dalla tipologia di concordato. Tuttavia, secondo un recente orientamento della Cassazione³³⁶

336 Cass. n. 15699/2011.

sussistono dei limiti di compatibilità tra la sussistenza di vincoli negoziali e le attività liquidatorie che nell'ambito di un concordato di cessione dei beni rientrerebbero espressamente ed esclusivamente tra le attribuzioni del liquidatore e non sarebbero pertanto trasferibili al debitore o limitate a seguito di atti negoziali (quali un trasferimento) precedenti la fase liquidatoria. In particolare, secondo tale orientamento "in tema di concordato preventivo con cessione dei beni, il potere di provvedere alla liquidazione tramite la cessione dei beni della società concordataria è attribuito dalla legge, in modo esclusivo, al liquidatore, mentre tale attività non può essere svolta in modo sostitutivo o parallelo dal debitore concordatario, come si desume dalle disposizioni degli artt. 37, 38, 39 e 116 legge fall., richiamati nell'art. 182, comma 2, legge fall., nel testo risultante a seguito delle modifiche di cui all' art. 16 d.lg. 12 settembre 2007 n. 169, le quali, ponendo obblighi e responsabilità in capo al liquidatore, escludono che altri soggetti siano autorizzati ad operare, intervenire o interferire nella liquidazione".

A fronte di tale orientamento anche la precedente considerazione di un'ammissibilità di principio dei trasferimenti ante-omologa andrebbe declinata diversamente, restando possibile nei concordati in continuità e dovendo, invece, essere riesaminata nei casi di concordati liquidatori. In queste ultime ipotesi resterebbe infatti una incompatibilità di fondo tra l'autorizzazione di una operazione di trasferimento pregressa e una fase liquidatoria che conseguentemente verrebbe svuotata di significato in contrasto con il suddetto orientamento giurisprudenziale. Tuttavia, anche in tali casi, non potrebbero e dovrebbero essere ignorate le istanze di trasferimento ove queste stesse istanze perseguano realmente gli obiettivi di massimizzazione dei valori aziendali (e direi conseguentemente di miglioramento del grado di soddisfazione dei creditori che vantino un titolo legittimo sulla massa concordataria). Il problema, stante tale orientamento, sarebbe ancor di più che nei concordati in continuità quello di dimostrare che la valutazione giudiziale in fase di autorizzazione sia supportata da una perizia che comprovi che il prezzo ottenuto dal trasferimento sia effettivamente il migliore possibile. A tal fine, come già esaminato nella casistica statunitense, dovrebbero rientrare in gioco quei meccanismi alternativi volti a

sostituire le fasi di verifica giudiziale ordinarie previste in fase di omologa – che similmente a quanto visto per le quick sales statunitensi – si incentrano sulla predisposizione di vendite competitive, trasparenti, in grado di massimizzare il risultato finale del trasferimento. Nonostante si sia visto come tali meccanismi alternativi possano validare i trasferimenti ante-omologa, ossia legittimarli bilanciando la perdita di alcune garanzie e tutele che sarebbero previste in fase di omologa, nel nostro sistema sarebbe ancor più importante implementare procedure competitive in una fase anticipata (fase pre-ammissione / pre-omologa) partendo da una valutazione peritale degli assets che, stante il mancato sviluppo di un mercato dei distressed assets e la conseguente (e inaccettabile) arbitrarietà giudiziale che sussisterebbe in capo al giudice nella fase autorizzativa, sarebbero le sole in grado di perseguire una reale (e non meramente simulata) massimizzazione del going concern value tale da giustificare una deviazione dal suindicato orientamento restrittivo inerente ai concordati liquidatori e/o, più in generale, di giustificare una deroga dalle tempistiche e garanzie previste ordinariamente per l'omologa concordataria. In tali casi potrebbe suggerirsi di procedere alla predisposizione delle suddette procedure competitive prima possibile sotto la supervisione di un commissario giudiziale e - se del caso - di un comitato di creditori ad hoc (creando così una comunione di interessi concorsuale partecipativa dei creditori) la cui nomina a seguito delle recenti riforme potrebbe avvenire sin dal deposito di un mero ricorso per concordato “in bianco”.

Pertanto, pur in assenza di una disciplina normativa compiuta come quella statunitense, resta evidente un'apertura (almeno teorica)³³⁷ del nostro ordinamento ai trasferimenti ante-omologa che siano in grado di perseguire l'obiettivo di massimizzazione del going concern. Nonostante ciò, pur con le debite distinzioni in relazione alla tipologia di concordato (in continuità o liquidatori) e alle tempistiche di perfezionamento delle istanze di trasferimento, nonché all'oggetto del medesimo, resta un elemento di dubbio nel valutare la compatibilità di

³³⁷ Data la scarsa ricorrenza di casi diffusi nella prassi.

procedure competitive anticipate (che abbiamo visto essere necessarie a sopperire alla mancanza di benchmark di mercato per assicurare l'effettivo perseguimento della massimizzazione del going concern value) con le caratteristiche di efficienza e tempestività che dovrebbero essere soddisfatte nell'implementazione di trasferimenti aziendali di questo tipo. Infatti, se negli Stati Uniti lo sviluppo del mercato dei distressed assets ha consentito la diffusione di tali trasferimenti, permettendo al giudice di motivare (conformemente ai criteri di ragionevolezza e due process) le proprie decisioni in base a dati obiettivi derivanti dal benchmark del mercato e, in un'ottica prettamente aziendalistica, promuovendo la conclusione di operazioni efficienti e tempestive, che evitino danneggiamenti al valore dell'impresa, conservando (ove possibile) un saldo positivo tra il valore di funzionamento dell'impresa e il valore di liquidazione della stessa, in Italia, in un contesto di mercato meno evoluto, lo sviluppo di tali operazioni appare possibile e auspicabile mediante l'implementazione dei procedure competitive in una fase molto anticipata della procedura che assicuri la rispondenza ai criteri di efficienza e tempestività suindicati. L'anticipazione di procedure competitive garantirebbe un reale trasferimento a "valori di mercato evitando rischi di speculazioni e valutazioni arbitrarie che sussisterebbero, invece, nel caso in cui l'unica fonte di valutazione fosse costituita dalle attestazioni di periti prive di fondamenti obiettivi in assenza di benchmark di mercato. Negli Stati Uniti, tali determinazioni risultano possibili per l'esistenza di un mercato di riferimento (che anche nell'ambito delle tutele previste in sede di cram down, abbiamo visto fungere da guida al giudice nella definizione del tasso di interesse adeguato a tutelare le classi di creditori dissenzienti conformemente alle garanzie minime previste ai sensi della §1129 (b) del BC). In Italia invece, stante l'assenza di un mercato di riferimento, il giudice dovrebbe ottenere un'attestazione ma qualsiasi tipo di valutazione in essa contenuta rimarrebbe "monca" e non suffragata da riscontri esterni di mercato. Si otterrebbe pertanto 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 -

ahinoi - non sufficientemente sviluppato e ancora tutto da costruire.

L'auspicio rimane pertanto quello di incoraggiare lo sviluppo del mercato e di rendere tali trasferimenti ante-omologa ancor più rispondenti ai criteri di efficienza e tempestività attraverso il reperimento di informazioni e valutazioni dirette dal mercato di riferimento; in tal modo, sviluppando un distressed market dedicato, l'incontro di domanda e offerta sarebbe in grado di determinare prezzi ottimali rispondenti al principio di massimizzazione dei valori aziendali a beneficio di tutti i soggetti coinvolti nella risoluzione della crisi prescindendo dall'implementazione di procedure competitive anticipate che, nel contesto attuale, risultano necessarie a garantire la determinazione dei prezzi migliori in modo obiettivo.

BIBLIOGRAFIA

- *A.M. Perrino, Fallimento e concordati, Torino, 2008.*
- *AA.VV., Chapter 11 Bankruptcies and Restructuring Strategies, Aspatatore (2012).*
- *AA.VV., Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti: commento per articoli, Giappichelli, Torino, 2014.*
- *AA.VV., Le riforme della legge fallimentare, a cura di A. Didone, Torino, 2010.*
- *AA.VV., Manuale del concordato preventivo, Maggioli, Rimini, 2013.*
- *Adler B., Bankruptcy primitives, (2004) 12, Am. Bankr. Inst. L. Rev.,220.*
- *Ambrosini S. Aiello M., La modifica, la rinuncia e la ripresentazione della domanda di concordato preventivo, Crisi d'Impresa e Fallimento 4 maggio 2014, disponibile su www.ilcaso.it.*
- *Ambrosini S., Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti, Padova, 2008.*
- *Ambrosini S., Profili giuridici della crisi d'impresa alla luce della riforma del 2012, in Ambrosini-Andreani-Tron, Crisi d'impresa e restructuring, Milano, 2013.*
- *Appio C.L., Gli accordi di ristrutturazione del debito, Giuffrè, Milano, 2012.*
- *Appio C.L., Gli accordi di ristrutturazione del debito, Giuffrè, Milano, 2012.*
- *Arato M., Il concordato preventivo con riserva, Giappichelli, Torino, 2013.*
- *Argenzio R., Il concordato preventivo in continuità aziendale, in Bilancio e reddito di impresa, IPSOA, Milano, 2013.*
- *Baccetti N., Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società, Giuffrè, Milano, 2009.*
- *Baird D. G. & Rasmussen R.K., Chapter 11 at Twilight, 56 Stan. L. Rev. 673 (2003).*
- *Barbiera L., Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali, in Il codice civile. Commentario fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, 2° ed., Giuffrè, Milano, 2010.*

- *Barfield Page B., The Distressed Loan Trading Market in the United States, International Bar Association Conference - "Insolvency is Changing Globally—How and Why" Siviglia, Spagna, 17-20 aprile 2004.*
- *Bertini U., Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale, Giuffrè, Milano, 1987.*
- *Bhandari e Weiss, The Untenable Case for Chapter 11: A review of the Evidence, 67 Am. Bankr. L. J. 131 (1993).*
- *Bianca M., Vincoli di destinazione e patrimoni separati, Cedam, Padova, 1996.*
- *Bianchi A., Crisi di impresa e risanamento, Wolters Kluwer, Milano, 2010.*
- *Blum W. J., The Law and Language of Corporate Reorganization, 17 U.Chi. L. Rev. 565, 572 (1950).*
- *Bozza G., La proposta di concordato preventivo, la formazione delle classi e le maggioranze richieste dalla nuova disciplina, in Fallimento, 2005.*
- *Bradley e Rosenzweig, The Untenable Case for Chapter 11, 101 Yale L. J. 1043 (1992).*
- *Bullock N., Painful lessons for lenders in Chrysler debacle, FIN. TIMES, 7 maggio 2009.*
- *Buttignon F., Il governo delle crisi d'impresa in Italia alla luce del nuovo quadro normativo: una riflessione introduttiva, Rivista dei Dottori Commercialisti, 2, 2008.*
- *Cavaliere E., Variabilità e strutture d'impresa, Cedam, Padova, 1995.*
- *Cavallini C., Armeli B., Art. 182, in Commentario alla legge fallimentare diretto da C. Cavallini, Egea, Milano, 2010.*
- *Celentano P., Forgillo E., Fallimento e concordati, Wolters Kluwer, Milano, 2008.*
- *Censoni P.F., Il concordato preventivo, in S. Bonfatti, P.F. Censoni, Manuale di diritto fallimentare, Cedam, Padova, 2007.*
- *Chaver A., Fried J.M., Managers' Fiduciary Duty upon the Firm's Insolvency: Accounting for Performance Creditors, in Vanderbilt Law Review, 2002.*

- *Cherubini G., Crisi d'impresa. Strategie di risanamento, Giuffrè, Milano, 2011.*
- *Chiricosta G., La procedura nel concordato preventivo, Maggioli, Rimini, 2013.*
- *CNDCEC, Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi, 2010.*
- *Colombo G.E., L'azienda, in Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, a cura di F. Galgano, vol. III, Padova, 1979.*
- *Corno F., Prevenzione e terapia delle crisi d'impresa, Cedam, Padova, 1988.*
- *Costa C., L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza, Wolters Kluwer, Milano, 2008.*
- *Cowans, Bankruptcy law and practice, Charlottesville, LEXIS Law Publishing, 1998;*
- *D. Baird, Elements of Bankruptcy, Foundation Press (2006).*
- *D'Andrea S., Regime fiscale delle perdite nella crisi d'impresa, IPSOA, Milano 2011.*
- *D'Atorre G., Il conflitto d'interessi fra creditori nei concordati, in Giur. comm., 2010, I.*
- *Damodaran A., The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation, Stern School of Business, New York, 2006.*
- *Danovi A., Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano, Giuffrè, Milano, 2003.*
- *Danovi A., Private Equity for Distressed Companies in Italy, Esperienze d'Impresa 1/2010.*
- *David F. N., Interpreting the Supreme Court's Treatment of the Chrysler Bankruptcy and its Impact on Future Business Reorganizations, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1621757>.*
- *De Matteis S., Graziano M., Manuale del concordato preventivo, Maggioli, Rimini, 2013.*
- *Dell'Atti A., I piani di risanamento nelle operazioni di ristrutturazione d'impresa, Franco Angeli, Milano, 2012.*
- *De Sensi V., La concorsualità nella gestione della crisi d'impresa, Luiss*

University Press, 2009.

- *Di Cagno P., Il Sistema aziendale tra rischio di impresa e rischio economico generale, Cacucci, Roma, 2002.*
- *Di Marzio F., La crisi d'impresa, Wolters Kluwer, Milano, 2010.*
- *D'Orazio L., Le procedure di negoziazione della crisi d'impresa, Giuffrè, Milano, 2013.*
- *Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance, 154 U. Pa. L. Rev. 1209, 1229 (2006).*
- *Douglas G. Baird, The New Face of Chapter 11, 12 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 69 (2004).*
- *Easterbrook F.H., Fischel D.R., Voting in Corporate Law, in Journal of Law and Economics, 16, 1983.*
- *Fabiani M., Diritto fallimentare. Un profilo organico, 2011, Zanichelli, Bologna.*
- *Fabiani M., Nardecchia G.B., Formulario commentato della legge fallimentare, Ipsoa, Milano, 2007.*
- *Fabiani M., Riflessioni precoci sull'evoluzione della disciplina della regolazione concordata della crisi d'impresa (appunti sul d.l. 83/2012 e sulla legge di conversione), in Ilcaso.it, II, 303/2012.*
- *Falcone G., Profili problematici del "concordato con riserva", Diritto Fallimentare n. 3/4 2013.*
- *Ferraris Franceschi R., Cavalieri E., Economia aziendale, Giappichelli, Torino, 2010.*
- *Filocamo, Sub art. 167, in La legge fallimentare, a cura di Ferro, Padova, 2011.*
- *Fimmanò F., L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci, in Riv. soc., 2010.*
- *Forestieri G., Risk management, Egea, Milano, 1996.*
- *Gaeta M.M., Effetti del concordato preventivo, in Fallimento e altre procedure concorsuali, II, diretto da G. Fauceglia - L. Panzani, Milano, 2009.*

- Gaeta M.M., *Fallimento ed altre procedure concorsuali*, a cura di G. Fauceglia-L. Panzani, Padova, 2009, III.
- Galardo M., *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Maggioli, Rimini, 2012.
- Galletti, Art. 160, in *Commentario alla legge fallimentare*, diretto da C. Cavallini, III, Egea, Milano, 2010.
- Garcea M., *L'autorizzazione alla fusione nel concordato "con riserva"*, *Dir. Fall.*, 2013
- Guatri L., *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1986.
- Guatri L., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.
- Guatri L., *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, p. 155.
- Guglielmucci L., *Diritto Fallimentare*, Torino, 2012.
- Hals T., *Chrysler secured creditor to fight "illegal" plan*, REUTERS, 7 maggio 2009.
- Hansmann - Kraakman - Squire, *Legal entities, asset partitioning and the evolution of organizations*, 2002.
- Hansmann - Kraakman, *Property, contract and verification: the numerus clauses problem and the divisibility of rights*, 2002, Harvard Law School, Public Law Research Paper No. 37.
- Hansmann - Kraakman, *The Essential rule of organizational law*, 2000, 110 Yale L.J. 387.
- Herbert, *Understanding Bankruptcy*, New York, A Times Mirror, 1995, 307.
- Hofer C.W., Schendel D., *Strategy formulation: Analytical Concepts*, West Group, 1978.
- Iamiceli P., *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova 2003.
- IMF Country Report No. 13/299 – Italy.
- Jaeger P.G., *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Giuffrè, Milano, 1968.
- Jorio A., *La riforma fallimentare: pregi e difetti delle nuove regole*, in *Giur. Comm.*, 2013, I.

- *Koller T., Goedhart M., Wessels D., Valuation: measuring and managing the value of the companies, McKinsey & Company, New York, 2010.*
- *Korobkin, The Unwarranted Case Against Corporate Reorganizations: A Reply to Bradley and Rosenzweig, 78 Iowa L. Rev. 669 (1993).*
- *Lambin J.J., Marketing strategico e operativo, McGraw-Hill, Milano, 2000, p. 35 ss.*
- *Lazzera M., Vendita d'azienda e concordato preventivo, in Dir. fall. 1992, II.*
- *Libonati B., Prospettive di riforma sulla crisi d'impresa, Giur. comm., 2001, I.*
- *Lo Cascio G., Cessione di azienda, Fallimento, 2012.*
- *Lo Cascio G., Il concordato preventivo, Milano, 2011.*
- *Lo Cascio G., Il concordato preventivo nel quadro degli istituti di risanamento, in Fallimento, 2012.*
- *Lo Cascio G., Il concordato preventivo, Giuffrè, Milano, 2011.*
- *Lo Cascio G., La vendita dell'azienda nel concordato preventivo, in Giust. civ., 1991.*
- *LoPucki L. & Doherty J. W., Bankruptcy Fire Sales, 106 Mich. L. Rev. 1, 24–25 (2007) (sharply criticizing sales).*
- *LoPucki L., S. D. Kahn, The failure of Public Company Bankruptcies in Delaware and New York: Empirical Evidence of a “Race to the Bottom”, 54 Vand. L. Rev. (2001).*
- *LoPucki L., The debtor in Full-Control Systems Failure Under Chapter 11 of The Bankruptcy Code, Parti 1 & 2, 57 Am. Bankr. L. J., 247 (1983).*
- *LoPucki M. & Doherty Joseph W., Bankruptcy Fire Sales, 106 Mich. L. Rev. 1 (2007).*
- *Lubben S.J., No Big Deal: The GM and Chrysler Cases in Context, Am. Bankr. Journal, vol. 83, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1467862>.*
- *Lubben S.J., Systematic Risk & Chapter 11 (May 4, 2009). Temple Law Review, 2009; Seton Hall Public Law Research Paper No. 1399015, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1399015>.*
- *Lunghini G., Vaccà S., Cambiamento tecnologico e teorie dell'impresa,*

Franco Angeli, Milano, 1987.

- *Maffei Alberti A., Commentario breve alla legge fallimentare, Cedam, Padova, 2013.*
- *Mark J. Roe, Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization, 83 Colum. L. Rev. 527 (1983).*
- *Marraffa R., Amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi e tutela dei creditori, Giappichelli, Torino, 2012.*
- *Miller, Chapter 11 and Business Bankruptcy Amendments, in Understanding the radical Bankruptcy Code Changes 1, 16.17 (Comm.'l League of Am., 2005).*
- *Nardecchia G.B., Gli effetti del concordato preventivo sui creditori, Wolters Kluwer, Milano, 2011.*
- *Nigro A – D. Vattermoli, Diritto della crisi di impresa, Il Mulino – 2009.*
- *Nisivoccia N., Concordato preventivo e continuazione dell'attività aziendale: due decisioni dal contenuto vario e molteplice, in Fallimento, 2011.*
- *Normann R., Ramirez R., Lavorare insieme per produrre valore, in Harvard Espansione, 1995.*
- *Norsa L., Risk, issue e crisis management, IPSOA, Milano, 2009.*
- *O'Rourke K., Valuation Uncertainty in Chapter 11 reorganizations, 2005 Colum. Bus. L. Rev. 403, 427 (2005);*
- *ODCEC Milano, La crisi d'impresa, i Quaderni, n. 27, 2006.*
- *Pacchi S. - D'Orazio L.- Coppola A., Le riforme della legge fallimentare, a cura di A. Didone, Torino, 2009.*
- *Pajardi P., Codice del fallimento a cura di M. Bocchiola e A. Paluchowski, VII ed., Giuffrè, Milano, 2009.*
- *Panzani L., Fauceglia G., Fallimento e altre procedure concorsuali, Wolters Kluwer, Milano, 2008.*
- *Patti A., Il miglior soddisfacimento dei creditori: una clausola generale per il concordato preventivo? Fallimento, 2013, 9.*
- *Pica L., Il concordato preventivo, in Fallimento e concordati a cura di P. Celentano e E. Forgillo, Utet, Torino, 2008.*

- *Pototschnig P., Marelli F., Cimetti M., Fallimento e altre procedure concorsuali, Wolters Kluwer, Milano, 2010.*
- *Prandelli E., Verona G., Marketing in rete, McGraw Hill, Milano, 2002.*
- *Racugno G., Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione e transazione fiscale. Profili di diritto sostanziale, in Trattato di diritto fallimentare diretto da V. Buonocore e A. Bassi, I, Padova, 2010.*
- *Randazzo S., Gli accordi di ristrutturazione dei debiti, Relazione al convegno "La riforma fallimentare", Varese, 2006.*
- *Riviezzo C., L'impresa in tempo di crisi, Giuffrè, Milano, 2010.*
- *Robinson R.B., Pearce J.A., Strategic management, McGraw Hill, New York, 2009.*
- *Rodorf R., Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi, Le Società n. 6/2013.*
- *Roe M. e Skeel D., Assessing the Chrysler Bankruptcy, Michigan Law Review, vol. 108, p. 727 ss..*
- *Rolfi, La generale intensificazione dell'automatic stay, www.ilfallimentarista.it.*
- *Rondinone N., Il mito della conservazione dell'impresa in crisi e le ragioni della commercialità, Giuffrè, Milano, 2012.*
- *Roppo E., Responsabilità patrimoniale, in Enc. dir., XXXIX, Giuffrè, Milano, 1988.*
- *Rossi G., Il fallimento nel diritto americano, Cedam, 1956.*
- *Ruggiero A., Fallimento e procedure concorsuali, FAG, Milano, 2006.*
- *Rutigliano M., Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Un primo bilancio, Giuffrè, Milano, 2010.*
- *Salamone L., Gestione e separazione patrimoniale, Cedam, Padova, 2001.*
- *Sassi S., Il sistema dei rischi d'impresa, Vallardi, Milano, 1940.*
- *Scarafoni S., Effetti della presentazione del ricorso e dell'ammissione al concordato preventivo. La dichiarazione di fallimento in corso di procedura, in Trattato delle procedure concorsuali, diretto da L. Chia-C. Piccininni-F. Severini, IV, Torino, 2010.*

- Scarberry, Klee, Newton, Nickles, *Business Reorganization in Bankruptcy*, Thomson West (2006), p. 800.
- Sciarelli S., *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam, Padova, 1995.
- Sicca L., Izzo F., *La gestione dei processi di turnaround*, ESI, Napoli, 1995.
- Sottoriva C., *Crisi e declino dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2012.
- Stanghellini L., *Il concordato con continuità aziendale*, Fallimento, 2013.
- Stanghellini L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economica – Le procedure di insolvenza*, Il Mulino.
- Stanghellini L., *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in Riv. Soc., 2004.
- Stanghellini L., *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Rivista delle società*, 2004.
- Tedeschi G. U., *Manuale del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2006.
- Terranova G., *Il concordato «con continuità aziendale» e i costi dell'intermediazione giuridica*, in *Dir. fall.*, 2013, I.
- Valdani E., *L'impresa pro-attiva*, McGraw-Hill, Milano, 2000.
- Varotti L., Tribunale di Reggio Emilia. *Appunti veloci in tema di riforma della legge fallimentare del 2012 (versione aggiornata al 25 ottobre 2012 sulla scorta dei primi casi)*, in <http://www.ilcaso.it/documenti/37.pdf>.
- Varotti L., Tribunale di Reggio Emilia. *Appunti veloci in tema di riforma della legge fallimentare del 2012*, disponibile su: www.ilcaso.it/documenti/37.pdf.
- Villanacci G., *Il concordato preventivo*, Wolters Kluwer, Milano, 2010.
- Warren, *The Untenable Case for Repeal of Chapter 11*, 102 *Yale L.J.* 437 (1992).
- Whiteman L., *Buffett warns of Chrysler cramdown ramifications*, THEDEAL.COM, 5 maggio 2009, http://www.thedeal.com/dealscape/2009/05/buffett_warns_of_chrysler_cram.php.
- Wood, *Principles of International Insolvency*, Sweet & Maxwell, London, 2007

- *Yasani-Ardekani M., Barker V.L., Arogyaswamy K., Firm turnaround: an integrative two-stage model, in Journal of management studies, vol. 32-4, 1995.*
- *Zanichelli V., La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali, Utet, Torino, 2008.*
- *Zoppini L., Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni, in Riv. dir. civ., 2002, I.*