

**L'ADOZIONE DELLA *RELATIVE PRIORITY RULE* PER LA RIFORMA
DEL CHAPTER 11 STATUNITENSE: IL *REDEMPTION OPTION VALUE*
COME VALORE DA GARANTIRE AI *RESIDUAL OWNERS***

MARCO CONFORTO

Dottore di ricerca

SOMMARIO: 1. I motivi della riforma: il conflitto tra creditori *secured* e *unsecured* nel *Bankruptcy Code* – 2. I diritti patrimoniali dei *secured creditors*: le tutele contro il rischio di insuccesso – 3. Il potere amministrativo dei *secured creditors* – 4. La proposta dell'*American Bankruptcy Institute*: il *Redemption Option Value* – 5. Spunti di riflessione e possibili interventi del legislatore domestico.

1. – È noto che la procedura di *reorganization*, disciplinata nel *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* statunitense, ha come scopo il soddisfacimento delle ragioni creditorie attraverso la salvaguardia dei livelli occupazionali e degli *assets viables*¹. Tale proposito, nel corso degli anni, è divenuto – sempre più – il vero obiettivo del diritto della crisi delle imprese, tant'è che la *reorganization* è stata assunta a modello in molti altri ordinamenti, sia di *civil* che di *common law*². Pur rappresentando la procedura d'insolvenza più

¹ Sullo scopo perseguito dalla procedura di *reorganization* cfr. H. R. MILLER, *Is chapter 11 bankrupt*, in *BCL Rev*, 2005, 47, 129. secondo cui “*the purpose of a business reorganization case [under chapter 11] (...) is to restructure a business's finances so that it may continue to operate, provide its employees with jobs, pay its creditors, and produce a return for its stockholders*”.

² Ad esempio, il legislatore italiano, così come altri in Europa (Olanda, Germania e Spagna), nel disegnare la procedura di concordato preventivo (e, in particolare quello con continuità aziendale) si è chiaramente ispirato al *Chapter 11*. Anche a livello comunitario gli obiettivi perseguiti sono in linea con quelli ricercati dal legislatore statunitense, soprattutto in seguito alla recente emanazione della Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, “*riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132*”. Sulla Direttiva (UE) 2019/1023 v. S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella direttiva del parlamento europeo e del consiglio 2019/1023*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 1259; A. NIGRO, *La proposta di direttiva comunitaria in materia di disciplina della crisi delle imprese*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, 201; L. STANGHELLINI, *La proposta di direttiva UE in materia di insolvenza*, in *Fall.*, 2017, 873.

emulata³, nella dottrina statunitense si è avviato un vivace dibattito tra chi ritiene necessaria una riforma che adegui la *reorganization* alle moderne esigenze dei mercati e chi, al contrario, non reputa opportuna tale riforma⁴.

Il dato statistico sembrerebbe far propendere per una prossima riforma. Volgendo lo sguardo al passato, infatti, ci si accorge di come i più importanti interventi legislativi volti all'adeguamento del *Bankruptcy Code* si siano avvicendati con cadenza quarantennale: il *Bankruptcy Act* del 1898 fu riformato, prima, nel 1938 dal c.d. *Chandler Act* e, in seguito, nel 1978 dal *Bankruptcy Reform Act* che ha introdotto la procedura di *reorganization*. Seguendo questa serie storica, si sarebbe dovuto procedere ad una rivisitazione dell'attuale normativa già nel 2018.

Messo da parte l'argomento statistico, in questa sede si tenterà di evidenziare le ragioni che, sul piano sostanziale, giustificano (o giustificherebbero) la riforma.

Conviene partire dallo stato d'insolvenza che designa l'impossibilità di adempiere le obbligazioni assunte, dando luogo all'avvio delle azioni esecutive individuali dei creditori. L'aggressione atomistica dei beni è, però, considerata in contrasto con gli obiettivi perseguiti poiché, da un lato,

³ B. WESSELES – R.J. DE WEIJS, *Proposed recommendations for the reform of Chapter 11 US Bankruptcy Code, Ondernemingsrecht*, 2015, 210-220 (disponibile on-line sul sito http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2595577)

⁴ Si registrano le opposte posizioni, da un lato, di D.G. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *The End of Bankruptcy*, in *Stan. L. Rev.*, 2002, 751 critici con la attuale normativa al punto da ritenere che “*Corporate reorganizations have all but disappeared. Giant corporations make headlines when they file for Chapter 11, but they are no longer using it to rescue a firm from imminent failure. Many use Chapter 11 merely to sell their assets and divide up the proceeds (...) Even when a large firm uses Chapter 11 as something other than a convenient auction block its principal lenders are usually already in control and Chapter 11 merely puts in place a preexisting deal. Rarely is Chapter 11 a forum where the various stakeholders in a publicly held firm negotiate among each other over the firm's destiny*”; e, dall'altro lato, di L. M. LO PUCKI, *The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy*, in *Stan. L. Rev.*, 2003, 645 che a difesa della procedura di *reorganization* così risponde: “*Big-case bankruptcy reorganizations have not ended. They are booming. Their survival casts doubt on the theories that Baird and Rasmussen present in The End of Bankruptcy. But those theories fail for reasons more basic than the theories' inability to account for the pattern of dispositions in the bankruptcy courts*”. La dottrina maggioritaria concorda con la tesi riformista cfr. S. J. LUBBEN, *Some Realism About Reorganization: Explaining the Failure of Chapter 11 Theory*, in 106 *Dick. L. Rev.*, 2001, 267; D. G. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *Chapter 11 at Twilight*, in *Stan. L. Rev.*, 2003, 673; J. H. M. SPRAYREGEN ET AL., *Chapter 11: Not Perfect, but Better than the Alternative*, in *ABI Journal*, 2005, 1; H. R. MILLER, *Chapter 11 in Transition - From Boom to Bust and into the Future*, in *Am. Bankr. LJ*, 2007, 375; R. LEVIN – K. KLEE, *Rethinking Chapter 11*, in *Norton-Journal of Bankruptcy Law and Practice*, 2012, 465.

innesca tra i creditori un costosissimo gioco a somma zero⁵ e, dall'altro lato, provoca la svalutazione del patrimonio responsabile⁶. In ragione della struttura finanziaria tipica dell'impresa, caratterizzata da una molteplicità di aventi diritto sul patrimonio del debitore, ogni creditore tenterà di appropriarsi per primo di singoli pezzi aziendali frantumando il complesso produttivo aggregato e deprezzando il patrimonio nel suo insieme. Il diritto della crisi delle imprese ha l'obiettivo di scongiurare tale risultato, perseguendo, attraverso la tutela collettiva del credito, lo scopo della massimizzazione del valore del patrimonio responsabile⁷. A tal fine, è necessario che le decisioni strategiche in ordine alla gestione della crisi siano rimesse nelle mani dei creditori poiché, nella struttura finanziaria dell'impresa, occuperanno la posizione di *residual claimants*, divenendo le parti interessate all'efficiente gestione del patrimonio responsabile⁸.

⁵ F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. Soc.*, 2010, 57, secondo il quale "Quando il debitore diviene insolvente "il gioco tra creditori diventa a somma zero, nel senso che quello che guadagna un creditore viene necessariamente perso da un altro". In questa logica le norme che "lasciano più spazio all'autotutela dei creditori finiscono inevitabilmente per penalizzare (in caso di insolvenza del debitore) i creditori che hanno minori possibilità di auto tutelarsi".

⁶ Il valore dell'impresa in funzionamento è superiore alla sommatoria del valore dei singoli beni che la compongono. In argomento v. T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, in *Yale L.J.*, 1982, 857. I. TIRADO, *Reflexiones sobre el concepto de «interés concursal» (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)*, in *ADC*, 2009, 90.

⁷ Sul tema così si è espresso E. JANGER, *The Logic and Limits of Liens*, in *Ill. L. Rev.*, 2015, 590: "Bankruptcy law exists solely because the first-in-time nature of state law remedies can lead to a race of diligence and inefficient dismemberment of viable debtors. Thus, the purpose of bankruptcy policy should be limited to avoiding these inefficient liquidations-preserving going concern value where it exists, while respecting nonbankruptcy distributional priorities".

⁸ Su tutti B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi d'impresa*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 327, secondo cui: "stante il maggior rischio che corre, è equilibrato riconoscere il potere di gestire l'impresa a chi fornisce il capitale di rischio. Così tuttavia fin quando l'investimento di rischio si conservi nell'attivazione dell'impresa, fin quando l'impresa si esprima come going concern. Quando i risultati negativi abbiano bruciato l'investimento di rischio, fermo restando che sembra ragionevole concedere a chi abbia investito a rischio opzione privilegiata nel rinnovare l'investimento, se ciò non avviene e il capitale di rischio risulti azzerato e non rinnovato, la legittimazione alla gestione dell'impresa, ormai qualificata come in crisi perché incapace di produrre reddito per soddisfare nella naturale sequenza economica i debiti assunti, scende di uno scalino: passa cioè dall'investimento di rischio, che non c'è più, al capitale di credito, senza traumi particolari. Lo spossessamento del debitore insolvente si traduce tout court nell'impossessamento della nuova classe di portatori d'interesse, postergata nella gestione dell'impresa rispetto all'investimento di rischio finché l'impresa sia in bonis, privilegiata rispetto a ogni altro quando l'impresa sia caduta in crisi". Si veda inoltre L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure d'insolvenza*, Bologna, 2007, 50, che identifica uno degli obiettivi delle procedure

A ben vedere, però, all'interno della variegata platea di creditori gli interessi sono tanti e diversi⁹. Agli estremi di tale differenziato insieme si trovano, da un lato, i creditori garantiti e, dall'altro lato i creditori non garantiti.

I *secured creditors*, qualora il valore del bene o diritto sul quale grava il privilegio sia capiente rispetto all'importo del credito vantato, non ottengono alcun vantaggio da una procedura di risanamento, quale la *reorganization*¹⁰. In ipotesi di successo della procedura, il credito sarà soddisfatto integralmente così come avverrebbe in caso di liquidazione; mentre, in ipotesi d'insuccesso i beni sui quali insiste la garanzia potrebbero svalutarsi con conseguente minor soddisfazione dei diritti vantati.

Ponendo il potere di gestione del patrimonio in capo ai creditori garantiti, dunque, la preferenza tra le possibili alternative ricadrebbe sempre per una rapida, ma non necessariamente efficiente¹¹, monetizzazione del valore di liquidazione del patrimonio; anche quando, cioè, la riorganizzazione porterebbe a un miglior soddisfacimento dei creditori *juniors*.

La scelta di riconoscere il governo del patrimonio in crisi ai creditori *unsecured* potrebbe, d'altro canto, recare un pregiudizio in capo ai creditori garantiti. Atteso che il risultato finale della *reorganization* è incerto (è dubbio, cioè, che la procedura di risanamento abbia successo e conduca alla valorizzazione del patrimonio), dev'essere evitato il pericolo che un

d'insolvenza nel "trasferire il controllo dell'impresa in crisi da un soggetto che ha ormai un sistema di incentivi distorto e inefficiente (il vecchio imprenditore, gli amministratori espressione dei soci) alla categoria di soggetti che ormai loro malgrado forniscono il capitale di rischio: i creditori" e F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, op. cit., 59: "Il controllo spettante agli azionisti sulla società in bonis dovrebbe infatti passare in caso di insolvenza ai creditori che si dovrebbero sostituire ai primi quali nuovi residual claimants"

⁹ M. SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 566 ss. il quale sul punto ritiene che "Altro infatti sarà il cliente che debba ancora ricevere una prestazione dall'impresa in crisi; altro sarà il portatore delle obbligazioni da questa emesse; altro sarà il lavoratore che sulla medesima impresa appunti le sue aspettative di retribuzione futura; altro ancora sarà il fornitore che deve quanto prima recuperare liquidità, o che magari auspichi la sopravvivenza del rifornito; altro, infine, sarà l'intermediario finanziario che della trasformazione delle scadenze fa la sua professione; per non tacere poi di quei creditori che sanno di poter comunque confidare nella realizzazione del proprio credito grazie alla garanzia di un bene "capiente" e che non hanno interesse alcuno a soluzioni concordatarie che finiscano col procrastinare la certa realizzazione del proprio diritto".

¹⁰ D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, 2012, Milano, 356.

¹¹ Inefficiente in ragione di un'errata valorizzazione della massa attiva dovuta alla mancata attenzione rivolta alle possibili alternative (ristrutturazione/liquidazione).

eventuale insuccesso generi la svalutazione del valore atomistico dei beni del debitore, con conseguente danno per i creditori garantiti.

Proprio a tal fine il *Bankruptcy Code* prevede molteplici norme volte alla tutela dei *secured creditors*. Tali norme, però, così come sono oggi concepite dall'ordinamento statunitense, hanno l'effetto controproducente di collocare i *secured creditors* in situazione di forza rispetto ai creditori *unsecured*. Nella prassi, infatti, i creditori garantiti esercitano una rilevante influenza sulle scelte strategiche compiute dall'organo di gestione della crisi, mentre gli *unsecured creditors* sono esclusi dal governo del patrimonio¹². Da indagini empiriche si è rilevato che numerose procedure di riorganizzazione hanno registrato, prima della presentazione formale del *plan*, cessioni atomistiche, o in blocco, dell'attivo del tutto inefficienti¹³. Al fine di ottenere una celere soddisfazione sul ricavato dalla liquidazione dei beni oggetto di garanzia, i *secured creditors* hanno indirizzato le scelte strategiche del *Trustee* (ovvero del *Debtor in possession*) verso tali cessioni.

È evidente che il conflitto esistente tra creditori di diverso rango ha condotto a risultati inefficienti in termini, sia di valorizzazione della massa attiva, sia di tutela degli aventi diritti sul patrimonio.

Seguendo quella che è definita *residual owner doctrine*, per garantire un'efficiente gestione della crisi, il controllo della procedura dovrebbe essere affidato ai creditori che, secondo l'ordine verticale di distribuzione del patrimonio responsabile, sono gli ultimi ad essere soddisfatti¹⁴. È necessario, pertanto, affidare la gestione del patrimonio responsabile ai creditori che in ipotesi di liquidazione trarrebbero una soddisfazione parziale della pretesa vantata, in percentuale rispetto ai diritti vantati. Tali creditori, invero, subiscono gli effetti, positivi o negativi, generati dalla valorizzazione o svalutazione del patrimonio. La *reorganization*, in caso di successo, potrebbe aumentare tale percentuale; mentre l'insuccesso potrebbe diminuirla. Solo

¹² D.G. BAIRD – R.K. RASMUSSEN, *The End of Bankruptcy*, op. cit.; H.R. MILLER – S.Y. WAISMAN, *Is Chapter11 Bankrupt?*, op. cit.; D. A. SKEEL, JR., *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter11*, in *U. P.A. L. Rev.*, 2003, 917-920; E. WARREN – J.L. WESTBROOK, *Secured Party in Possession*, in *Am. Bankr. Inst. J.*, 2003, 12; J. L. WESTBROOK, *The Control of Wealth in Bankruptcy*, in *Tex. L. Rev.* 2004, 843-44

¹³ D.G. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *The End of Bankruptcy*, op.cit.; D.G. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *Chapter 11 at Twilight*, op.cit. Sul punto v. anche D. VATTERMOLI, *Chapter11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, 67 ss.

¹⁴ Si ritiene che i *residual owners* siano "persons whose interests are identical with those of the firm as a whole" così L.M. LOPUCKY, *The Myth of the Residual Owner: An empirical study*, in *Law and Economics Res. Papers*, n. 3/11, 2003, 1342. La *residual owner doctrine* è stata di recente oggetto di studio da parte di D. VATTERMOLI, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine*, in *Riv. Soc.*, 2018, 858 ss.

essi, pertanto, hanno interesse ad un progetto di risanamento dell'impresa insolvente che non sia rischioso a tal punto da poter pregiudicare, in caso di insuccesso, la parte di credito che sarebbe soddisfatta in sede di *liquidation*.

A tal fine, l'*American Bankruptcy Institute* (ABI)¹⁵ ha istituito una commissione che ha elaborato una proposta di riforma del *Chapter 11*. Scopo di questo lavoro è analizzare come la commissione intenda individuare il *residual owner* e risolvere il conflitto esistente tra i creditori di rango diverso. In particolare, l'indagine avrà ad oggetto la proposta avanzata inerente l'introduzione del *redemption option value* come valore da attribuire, in deroga al principio generale della *Absolute Priority Rule*¹⁶, ai *residual owners* (definiti nel *report* creditori *immediately juniors*).

Prima di entrare nel dettaglio, sembra opportuno premettere qualche breve cenno sui diritti ed i poteri, patrimoniali e amministrativi, che l'attuale ordinamento statunitense garantisce ai *secured creditors*. Lo studio si chiuderà con alcune riflessioni per valutare se il legislatore italiano possa – e in che modo – prendere spunto dall'esperienza statunitense.

2. – L'indagine, dunque, procederà con l'analisi di quelli che sono i diritti patrimoniali dei *secured creditors*.

È noto che obiettivo del debitore è l'omologa giudiziale del piano (*confirmation*), e che il *Bankruptcy Code* disciplini due ipotesi di omologazione: la prima, conforme alla volontà dei creditori; la seconda, contraria alla volontà (di parte) dei creditori (procedimento di *cram down*).

Nonostante il carattere privatistico della procedura, la Corte, in questa seconda ipotesi, previa richiesta di parte interessata, ha il potere di omologare il piano che non discrimini ingiustamente (*discriminate unfairly*) la classe di creditori non aderenti e che sia valutato equo e giusto (*fair and equitable*)¹⁷.

La condizione di piano equo e giusto, strettamente connessa alla regola di distribuzione verticale del patrimonio responsabile, è stata introdotta dal

¹⁵ Sul sito web www.abi.org/about-us si legge che: "With more than 12,000 members, the American Bankruptcy Institute (ABI) is the largest multi-disciplinary, non-partisan organization dedicated to research and education on matters related to insolvency. Founded in 1982 to provide Congress and the public with unbiased analysis of bankruptcy issues, ABI is the premier professional organization in the field. Members span the entire spectrum of professionals and include attorneys, accountants, auctioneers, judges, lenders, academics, turnaround specialists, credit professionals and many others".

¹⁶ Sulla *Absolute Priority Rule* si segnala un recente scritto di L. M. MÉJAN, *Regla de la prioridad absoluta*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, I, 119 ss.

¹⁷ Con riferimento a questa seconda ipotesi v. M. SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo*, op. cit., 568: "Questa chance accordata al debitore è di massima importanza per una agevole ed economica approvazione del piano".

Bankruptcy Act del 1898. Il piano era considerato *fair and equitable* quando la soddisfazione dei creditori di rango *junior* veniva subordinata all'integrale pagamento dei creditori di rango *senior*.

Il *Bankruptcy Code*, affinché il piano possa dirsi equo e giusto, prevede, oltre al rispetto della regola dell'*Absolute Priority Rule*, una serie di requisiti a seconda che la classe non aderente sia rappresentata dai *secured creditors*, dai creditori *unsecured* ovvero dai titolari di azioni o quote. Nel caso in cui la classe dissenziente sia composta dai *secured creditors*, la condizione di piano equo e giusto sarebbe rispettata al verificarsi di una delle tre seguenti condizioni:

a) ai creditori garantiti è offerto un pagamento dilazionato nel tempo pari al totale del credito vantato. Tale ipotesi è subordinata al mantenimento della garanzia fino a concorrenza dell'intero pagamento, anche nel caso di cessione a terzi del bene¹⁸;

b) il piano prevede la soddisfazione del creditore garantito sul ricavato dalla vendita del bene gravato da privilegio. In tal caso il *collateral* è ceduto a terzi libero da gravami¹⁹;

c) il piano prevede che i *secured creditors* realizzino dalla procedura una somma indubbiamente equivalente al valore dei diritti vantati (*indubitable equivalent of such claims*)²⁰.

Qualora il *collateral* fosse essenziale ai fini di un'efficiente riorganizzazione dell'attività d'impresa, il debitore, per usufruirne, potrebbe optare per due delle tre alternative, segnatamente quelle descritte ai punti *sub a)* e *c)*.

In ipotesi di dilazione di pagamento, di cui al punto *sub a)*, la quota capitale del credito dev'essere maggiorata con gli interessi dovuti fino al giorno previsto per la soddisfazione. Il tasso d'interesse da corrispondere al creditore garantito dovrà comprendere, deve ritenersi, una componente che vada a coprire il rischio di *default*, ossia il rischio che, alle scadenze pattuite, il debitore non riesca ad adempiere le obbligazioni. La determinazione di tale variabile è tutt'altro che agevole e, spesso, è oggetto di contestazione da parte del creditore garantito, determinando problemi ai fini dell'omologa.

Con riguardo all'ipotesi descritta al punto *sub c)*, si è registrato, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, un vivace dibattito su ciò che debba intendersi con l'espressione "*indubitable equivalent of such claims*"²¹. Più in

¹⁸ Section 1129 (b) (2) (A) (i) (I) U.S. Code.

¹⁹ Section 1129 (b) (2) (A) (i) (II) U.S. Code.

²⁰ Section 1129 (b) (2) (A) (iii) U.S. Code. La dottrina della "*indubitable equivalent*" – dalla quale ha tratto origine la norma – è stata elaborata, per la prima volta, sentenza in *re Muriel Holding Corporation*, 75 F. 2d 941, 2nd. Cir. 1935.

²¹ AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, *ABI Commission to Study the Reform of Chapter 11: Final Report and Recommendation*, 2014, 229: "*The valuation of a secured*

particolare, se è certo che il valore da prendere in considerazione è quello dei diritti vantati sul *collateral*, assai più dubbio è se il valore di tali diritti, per essere considerato indubbiamente equivalente a quanto proposto dal piano, debba compensare, anche in tale ipotesi, il rischio d'insuccesso della *reorganization*²². Come detto, però, misurare il tasso di rischio sopportato dal creditore garantito nel riorganizzare gli *assets* del debitore è operazione complessa che, in ogni caso, conduce a risultati discutibili. È ragionevole pensare, dunque, che tali incertezze creino numerose difficoltà nel momento in cui si voglia ottenere l'omologa in regime di *cram down*²³, con la conseguenza che per evitare il pericolo di veder respinta la domanda di *reorganization*, il debitore si piegherà a qualsiasi richiesta avanzata dai creditori garantiti.

3. – L'omologa giudiziale attraverso il procedimento di *cram down* è un procedimento estremamente complesso. Si è detto delle difficoltà che incontra il debitore nel predisporre un piano che preveda, con riguardo ai *secured creditors*, un'offerta indubbiamente equivalente ai diritti vantati. La semplice minaccia di un voto contrario, quindi, permette ai *secured creditors* di controllare l'andamento della procedura, ed avendo essi, come detto,

creditor's claim thus involves at least two questions, both of which can provoke litigation: What is the appropriate valuation standard for the property included in the secured creditor's collateral, and what is the appropriate standard for determining the value of the secured creditor's interest in such collateral under that standard? It also can raise a third issue concerning the appropriate valuation methodology - e.g., discounted cash flow, precedent sale transactions, and comparable company analysis. Courts have taken different approaches to questions of valuation in chapter 11. Some courts suggest that liquidation value is always an appropriate standard for determining the value of the secured creditor's interest in collateral because the debtor is operating in bankruptcy. Other courts apply a liquidation standard when valuing claims in chapter 7, and a going concern standard in reorganizations under chapter 11 on the theory that the valuation should be based on how the collateral is being used. Still other courts struggle with whether a liquidation standard, if appropriate, should be analyzed on a forced-sale or orderly-sale basis. The uncertainty surrounding valuation issues generates both litigation and, arguably, consensual resolutions". Sul punto, in *re Ridge Development Corp.*, la Corte ha così stabilito: "If reasonable people can differ on the valuation of property, the valuation might be proved by a preponderance of the evidence but the conclusion would not be indubitable". Si veda anche *In re Walat Farms, Inc.*, 70 B.R. 330, 333, 15 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 758, Bankr. L. Rep. (CCH) P 71721 (Bankr. E.D. Mich. 1987)

²² La giurisprudenza ritiene infatti che il quantum da offrire ai creditori garantiti debba compensare sia il valore del credito, sia il rischio d'insoddisfazione nel caso d'insuccesso della procedura v. *In Re Sparks*, 181 B.R. 341 (Bankr. N.D.Ill.1995) (disponibile on-line sul sito <https://www.courtlistener.com/opinion/1878381/in-re-sparks/>)

²³ Si veda D.G. BAIRD – D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, in *Yale L.J.*, 2006, 1930 ss.

esclusivo interesse alla celere liquidazione del *collateral*, imporranno al debitore l'utilizzo dello strumento disciplinato dalla *section 363 (b)* del *Bankruptcy Code*²⁴.

La *section 363 (b)* del *Bankruptcy Code* consente, previa autorizzazione della Corte, la rapida cessione di tutti, o sostanzialmente tutti gli *assets* del debitore anche fuori dal normale corso delle attività d'impresa. La richiesta autorizzazione dev'essere formulata nel periodo che intercorre tra la domanda di *reorganization* e la realizzazione del piano.

È noto che il *Chapter 11* fa perno proprio sulla predisposizione, approvazione ed omologazione del c.d. *plan*²⁵; ciononostante, la *section 363 (b)* consente al *Trustee* (o al *Debtor in Possession*) di liquidare gran parte dell'attivo prima dell'omologazione del piano. Tale ipotesi, in teoria, dovrebbe rappresentare l'eccezione e non la regola della procedura; il legislatore statunitense ha, infatti, inteso offrire un'alternativa al caso abituale (che, come detto, prevede il deposito di un piano di riorganizzazione seguito dall'approvazione dei creditori), per eventualità rare nelle quali l'attivo del debitore presenti beni soggetti a rapido deterioramento.

Per comprendere la *ratio* sottesa alla disciplina è utile indagare l'evoluzione storica della stessa, partendo dalla versione originaria del *Bankruptcy Act* del 1867 e terminando con la versione attuale, introdotta dal *Bankruptcy Reform Act* nel 1978.

A. La *section 25* del *Bankruptcy Act* del 1867 stabiliva che: “*And be it further enacted, that when it appears to the satisfaction of the court that the estate of the debtor, or any part thereof, is of a perishable nature, or liable to deteriorate in value, the court may order the same to be sold, in such manner as may be deemed most expedient, under the direction of the messenger or assignee, as the case may be, who shall hold the funds received in place of the estate disposed of (...)*”. La condizione per procedere alla vendita era, dunque, quella della “*perishable nature, or liable to deteriorate in value*” dei beni, potendo la cessione aver luogo solo nel caso di beni soggetti a rapido deterioramento, con l'intento di conservarne il valore di liquidazione.

B. Con la riforma del 1898 la norma fu abrogata, ma si registrarono casi nei quali la Corte autorizzò la cessione di parte del patrimonio per evitare

²⁴ Su tutti cfr. C. J. TABB, *The Bankruptcy Clause, the Fifth Amendment, and the Limited Rights of Secured Creditors in Bankruptcy*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2015, 771.

²⁵ L.U. DAVIS JR. – M.B. MCCULLOUGH – E.P. McNULTY – R.W. SCHULER, *Corporate Reorganization in the 1990s: Guiding Directors of Troubled Corporation Through Uncertain Territory*, in *The Business Lawyer*, 47, 1, 1991, 21 ha correttamente ritenuto che: “il piano è la pietra angolare della *reorganization*”. Sul punto v. anche L. PICONE, *La reorganization nel diritto fallimentare statunitense*, Milano, 1993, 87 ss.

una perdita di valore nel tempo²⁶.

C. Il *Chandler Act* del 1938 interviene per disciplinare nuovamente la fattispecie, e alla *section 116 (3)* dispone: “*Upon the approval of a petition, the judge may (...) authorize a receiver or a trustee or a debtor in possession, upon such notice as the judge may prescribe and upon cause shown, to lease or sell any property of the debtor, whether real or personal, upon such terms and conditions as the judge may approve*”. In capo al *Trustee*, ovvero al debitore in ipotesi di *Debtor in Possession*, sorge l’obbligo di dimostrare quale sia la ragione (*upon cause shown*) per la quale sia necessario *to lease or sell any property of the debtor*.

D. Ai sensi della *section 363 (b)* del *Bankruptcy Code*: “*The trustee, after notice and a hearing, may use, sell, or lease, other than in the ordinary course of business, property of the estate*”. Tale norma dispone, per l’approvazione della vendita, obblighi meramente informativi (*notice and hearing*). Nel silenzio della legge, si è ritenuto che l’intento del legislatore fosse quello di legittimare ogni cessione sorretta da una *good business opportunity and business justification*²⁷, ampliando così il ventaglio delle possibili liquidazioni: il *Bankruptcy Act* del 1867 e il *Chandler Act* del 1938 impongono, ai fini del rilascio dell’autorizzazione per la vendita, requisiti più severi quali la “*perishability dei beni*” ed il dovere di “*show cause of the sale*”, circoscrivendo il campo delle liquidazioni meramente a limitate ipotesi.

L’indagine storica aiuta a comprendere che la disciplina di cui alla *section 363 (b)*, dovrebbe perseguire l’obiettivo di valorizzare l’attivo patrimoniale del debitore, evitando una svalutazione nel tempo che intercorre tra la domanda di *reorganization* e la predisposizione del piano. Come visto, la procedura per il rilascio dell’autorizzazione per la vendita richiede oggi requisiti meno stringenti rispetto al passato. Proprio perché nella vendita sussisterebbero *good business opportunities and business justifications*, il procedimento di autorizzazione dev’essere snello e veloce, tale da evitare che il trascorrere del tempo conduca alla svalutazione degli *assets*²⁸. È noto, però, che i giudizi caratterizzati da speditezza comportano

²⁶ *In re Pedlow*, 209 F. 841, 842 (2d Cir.1913). V. inoltre *Hill v. Douglass*, 78 F.2d 851, 853-54 (9th Cir.1935).

²⁷ *In re Lionel Corp.*, 722 F.2d 1063, 1066, (2Cir. 1983) (disponibile on-line sul sito <https://law.resource.org/pub/us/case/reporter/F2/722/722.F2d.1063.83-5060.517.html>), la Corte ha ritenuto che: “[T]here must be some articulated business justification, other than appeasement of major creditors for using, selling or leasing property out of the ordinary course of business before the bankruptcy judge may order such disposition under 363(b)”.

²⁸ La *good business opportunity and business justification* è eretta dalla circostanza che il trascorrere del tempo determina alla svalutazione dei beni, obbligando il debitore alla rapida cessione.

un arretramento delle garanzie processuali. Ed invero, tali procedimenti sono carenti dei principi essenziali del “giusto processo” quali, ad esempio, il contraddittorio tra le parti e il diritto alla prova. La rapidità che caratterizza il procedimento disposto dalla *section 363 (b)*, proprio perché nega il contraddittorio tra le parti e il diritto alla prova, colloca i creditori *unsecured* fuori dal governo del patrimonio. Nella prassi, infatti, i creditori *unsecured* si sono trovati nell'impossibilità di tutelare il loro interesse alla riorganizzazione piuttosto che alla liquidazione; al contrario, i *secured creditors* hanno conquistato il “potere amministrativo” indirizzando la procedura, attraverso l'utilizzo dello strumento disciplinato dalla *section 363 (b)* del *Bankruptcy Code*, verso la rapida cessione dei beni prima della predisposizione del piano di *reorganization*.

4. – Dall'indagine sui diritti e poteri, patrimoniali e amministrativi, che l'attuale ordinamento statunitense garantisce ai *secured creditors*, sono emerse le ragioni sulla base delle quali le scelte strategiche in ordine alla gestione del patrimonio in crisi sono nelle mani dei creditori garantiti²⁹. Qualora, al contrario, le decisioni fossero assunte nell'interesse dei *residual owners* che, come detto, sono i più interessati a che la gestione sia la più efficiente possibile, l'obiettivo di massimizzare la soddisfazione dei creditori attraverso la valorizzazione del patrimonio del debitore in crisi verrebbe conseguito.

Al fine di bilanciare gli interessi in gioco, la commissione istituita dall'*American Bankruptcy Institute* ha proposto l'introduzione di un procedimento volto a regolare, in ipotesi di *section 363 (b)*, il rilascio dell'autorizzazione alla vendita. La Corte potrà autorizzare la liquidazione dei beni solo se sia stata garantita una realizzazione delle pretese vantate, almeno pari al *redemption option value*³⁰, in favore di chi si trova – seguendo l'*Absolute Priority Rule* – in posizione *immediately junior* rispetto all'ultimo creditore soddisfatto.

Per comprendere la *ratio* sottesa alla proposta è opportuno avvalersi di un esempio numerico.

Supponiamo che si apra la *reorganization* dell'impresa Alfa. Il *liquidation value* del patrimonio è pari ad € 1.000.

Il passivo è costituito da quattro creditori:

²⁹ Le difficoltà, in ipotesi di *cram down*, nel predisporre un'offerta indubbiamente equivalente al valore dei diritti vantati dai creditori garantiti e la facilità, attraverso il procedimento disciplinato dalla *section 363 (b)*, di liquidare atomisticamente gli *assets*, consegnano il governo della procedura nelle mani dei *secured creditors*.

³⁰ Il “*Redemption option value*” rappresenta valore di una “teorica” opzione finanziaria *call* che abbia come sottostante l'intero patrimonio del debitore.

- A, privilegiato di primo grado, concorre sul patrimonio per € 200;
- B, privilegiato di secondo grado, concorre sul patrimonio per € 750;
- C, chirografo concorre sul patrimonio per € 500;
- D, postergato assoluto, concorre sul patrimonio per € 750.

In caso di successo, si stima che il *reorganization value* sarà uguale ad € 1.200.

Il creditore A, vantando pretese per € 200, con privilegio di primo grado su un patrimonio di € 1.000, ha numerose probabilità di veder integralmente soddisfatte le ragioni vantate, anche in caso di insuccesso della *reorganization*. Ed invero, il credito sarebbe insoddisfatto solo nella remota ipotesi che la gestione della massa attiva generi una svalutazione del patrimonio superiore all'80%.

Il creditore B, vantando pretese per € 750, con privilegio di secondo grado sul patrimonio dell'impresa Alfa, si trova in posizione *immediately junior* rispetto ad A e in posizione *senior* rispetto a C. Secondo la regola di assoluta priorità, prima di iniziare un riparto in favore di B è necessario il soddisfacimento integrale delle ragioni vantate dal creditore A. Da ciò segue che, il valore dei beni sui quali insiste il privilegio è uguale alla differenza tra il *liquidation value* dell'impresa Alfa (euro 1.000) e il credito vantato da A (euro 200), pari ad € 800 e, pertanto, capiente ai fini del soddisfacimento integrale del credito vantato da B (euro 750). L'insuccesso della *reorganization*, nel caso in cui generi una svalutazione del *liquidation value*, comporterebbe un pregiudizio in capo a B che correrebbe il rischio di non veder integralmente soddisfatto il credito vantato. Può dirsi che il creditore B non ha nulla da guadagnare, ma solo da perdere, dall'avvio di una procedura di risanamento.

Il creditore C si trova in posizione *immediately junior* a B e *senior* rispetto a D. Sempre in ragione dell'*Absolute Priority Rule*, la soddisfazione delle pretese vantate da C è postergata al soddisfacimento integrale dei crediti vantati da A e B. Il valore dei beni sul quale insiste la garanzia di C è uguale alla differenza tra il *liquidation value* (euro 1.000) e la somma dei crediti vantati da A e B (euro 950). Il creditore C, in caso di liquidazione del patrimonio responsabile sarebbe soddisfatto parzialmente per € 50.

In ipotesi di efficiente gestione della procedura collettiva, si è ipotizzato un *reorganization value* uguale ad € 1.200; tale valorizzazione del patrimonio consentirebbe una migliore soddisfazione – pari ad euro 250 – delle pretese vantate da C. L'insuccesso della procedura di risanamento, però, potrebbe generare una svalutazione del patrimonio responsabile tale da determinare il mancato soddisfacimento di quanto otterrebbe C in ipotesi di liquidazione, ovvero euro 50. A ben vedere, può dirsi che C è il *residual owner* poiché subisce gli effetti – positivi o negativi – che genera la procedura.

Il creditore D, postergato assoluto, è sempre fuori dai giochi (*out of the money*): né il *liquidation value*, né il *reorganization value* consentono una valorizzazione del patrimonio tale da garantire la soddisfazione integrale di tutti i creditori *seniors* a D.

Il conflitto esiste tra B – totalmente avverso al rischio poiché dalla riorganizzazione ha solo da perdere – e C che, al contrario, ha interesse alla valorizzazione della massa attiva attraverso un'efficiente gestione degli *assets*. Esiste, dunque, tra il *secured creditor* che seguendo l'*Absolute Priority Rule* sarà l'ultimo ad essere soddisfatto integralmente e il creditore *immediately junior* ad esso, che si troverà in posizione di *residual owner*³¹.

³¹ L'esempio sopra considerato è utile, altresì, per comprendere il concetto di *parti interessate* di cui all'art. 2, co.1, n. 2 della Direttiva (UE) 2019/1023 sulla ristrutturazione e sull'insolvenza. A ben vedere, al suo interno, la direttiva distingue tra "*parti interessate dal piano di ristrutturazione*", per tali intendendosi i creditori, i lavoratori, o i detentori di strumenti di capitale, "*su cui rispettivi crediti o interessi incide direttamente il piano di ristrutturazione*"; e "*parti non interessate dal piano di ristrutturazione*". Con riguardo alle parti non interessate all'art. 8, co. 1, lett. e) è stabilito che il piano di ristrutturazione deve descrivere i motivi per cui si propone che non siano interessate.

Nel nostro caso, può dirsi che i creditori A e D siano le "*parti non interessate dal piano di ristrutturazione*"; mentre i creditori B e C siano "*le parti interessate dal piano di ristrutturazione*". Il creditore A, invero, non avrebbe alcun interesse all'andamento della procedura poiché sarebbe integralmente soddisfatto, sia in caso di successo, sia in caso d'insuccesso della *reorganization*; così come il creditore D che, qualsiasi sia l'esito finale della procedura, mai troverà soddisfazione della pretesa vantata. Al contrario, si è visto che il creditore B è interessato all'andamento della *reorganization* poiché potrebbe veder pregiudicate le pretese vantate nell'ipotesi in cui una cattiva gestione della procedura determini la svalutazione del patrimonio responsabile; così come, il creditore C è indubbiamente interessato poiché subisce gli effetti positivi e negativi generati dal successo o dall'insuccesso della procedura.

La disciplina descritta dalla direttiva comunitaria esclude le parti *non interessate* dai legittimati al voto sull'adozione del piano di ristrutturazione. Al contrario, le parti interessate sono legittimate al voto e, in caso di dissenso, possono contestare l'omologa chiedendo la verifica sul valore dell'impresa in crisi per presunta violazione della regola del miglior soddisfacimento dei creditori. A ben vedere, però, la valutazione del patrimonio in crisi è tutt'altro che agevole, varia a seconda del metodo di valutazione adottato e, spesso, è oggetto di contestazione determinando problemi ai fini dell'omologa. Sul punto v. A. SCHWARTZ, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, in *Yale L.J.*, 1998, 807 ss.; e M. Sciuto, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo*, op. cit., 569 secondo il quale il vero problema della *reorganization* consiste nel "*dover ad procedere una stima (meglio sarebbe a dirsi: una scommessa) del valore dell'impresa riorganizzata (a seguito cioè della prevista riorganizzazione), onde stabilire quanto sarebbe dovuto spettare a ciascuna classe se si fosse rispettata la priority rule*".

Questo processo - l'esperienza lo ha dimostrato fuor di dubbio - può essere lunghissimo (e quindi fonte di incertezza e di ritardi capaci di ripercuotersi fatalmente sull'avviamento dell'impresa) e molto costoso (a causa delle parcelle dei professionisti che coinvolgerebbe) (...)

Il creditore B, attraverso quelli che abbiamo definito come diritti patrimoniali e poteri amministrativi, potrà imporre al debitore la liquidazione degli *assets* tramite lo strumento disciplinato dalla *section 363 (b)* del *Code*. Il creditore C, non potendo contestare l'evidenza che la riorganizzazione dell'impresa porterebbe ad un miglior soddisfacimento delle pretese vantate, sarebbe messo *out of the money* e dovrebbe accontentarsi del *liquidation value*.

Al fine di contemperare gli interessi in gioco, garantendo un'adeguata tutela alle ragioni vantate dal *residual owner*, ispirandosi alla dottrina statunitense meglio conosciuta con l'espressione *Relative Priority Rule*, la commissione istituita dall'*American Bankruptcy Institute* propone di attribuire il *redemption option value* al creditore C³². La soluzione consentirebbe: i) al *senior creditor* di assicurarsi il potere di gestione per indirizzare la procedura verso una serena liquidazione degli *assets*; e ii) al *residual owner*, identificato nel creditore *immediatly junior*, di soddisfarsi attraverso il *redemption option value*.

Affinché tale proposta possa essere accolta senza recare un pregiudizio ai *residual owners* che, si osservi, verrebbero spossessati del potere di gestione del patrimonio, è necessario assicurare che il *redemption option value* corrisponda al valore delle azioni della società in crisi. In astratto, infatti, si ritiene che i *residual owners* si sostituiscano ai soci quali investitori di capitale di rischio, divenendo (fittiziamente) i nuovi detentori delle azioni della società. Per spossessarli dal governo del patrimonio, è necessario offrire loro una somma pari al valore dei titoli azionari ma, com'è noto, la

E comunque, il processo di valutazione resta fortemente impreciso, fondandosi esclusivamente su una prognosi di futuri guadagni, attualizzati secondo un tasso di interesse anch'esso oggetto di incertezza e di forti contrasti. Si tratta insomma di un procedimento che può richiedere "a high degree of crystal-ball gazing" e che, a causa dei lunghi accertamenti, rischia di (...) far morire il paziente mentre i medici discutono al suo capezzale. La valutazione dell'impresa in esercizio - può dirsi allora senza timore di esagerazioni - è il problema della Reorganization statunitense. È perciò che spesso, di fronte al possibile dissenso di qualche classe (che richiederebbe il ricorso ad un cram down e allora l'esperimento di un fair and equitable test, previa stima del going concern value), si preferisce rinegoziare il trattamento della dissenting class al fine di strapparle quel consenso che consenta di evitare del tutto il cram down".

³² Sull'adozione della *Relative Priority Rule*, v. D. BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Cost of Bankruptcy*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2017, 785. Sempre in tema di *Relative Priority Rule*, benché in merito al conflitto tra soci e creditori nel concordato preventivo in continuità aziendale, così si è espresso D. VATTERMOLI, *La posizione dei soci*, op. cit., 868: "la RPR si fonda sull'attribuzione ai titolari di posizioni junior sul patrimonio del debitore - nel caso che qui ne occupa, i soci della società in concordato in continuità - di una call option, il cui esercizio, ad una data (exercise date) e ad un prezzo (strike price) prefissati, consente loro di estromettere i titolari di posizioni senior dalla partecipazione al capitale sociale dell'ente risanato".

determinazione di tale valore varia a seconda del metodo di valutazione adottato. La commissione, pertanto, reputa opportuno introdurre nel sistema legislativo i criteri sulla base dei quali debba essere stimato il valore del patrimonio responsabile. A tal proposito, dopo aver a lungo indagato sui vari metodi offerti dalla dottrina aziendalistica, i commissari hanno scelto il *Black and Scholes model*. Tale modello equipara il valore del capitale proprio al valore di un'opzione finanziaria *call* su valore dell'impresa stessa³³. Com'è noto, le opzioni *call* garantiscono al portatore il diritto di acquistare un'attività, detta sottostante, entro una data certa, previo pagamento di un "premio" iniziale. Il portatore esercita l'opzione "scommettendo" che il valore del sottostante, alla scadenza, sia superiore rispetto al premio iniziale pagato. Nell'ipotesi di impresa in crisi, il portatore di tale "fittizia" opzione è il *residual owner*³⁴. In sostanza, il *residual owner* "scommette" che la gestione efficiente della *reorganization* sarà in grado di aumentare il valore del patrimonio in modo da massimizzare la *recovery* delle pretese vantate.

Il creditore *senior* potrà sostituirsi nelle ragioni del *residual owner*, spossessandolo del potere di gestione, solo pagando il prezzo di tale "fittizia" opzione finanziaria *call*.

Al fine della determinazione del "prezzo" dell'opzione, il modello di *Black and Scholes* utilizza quattro variabili: la data entro la quale esercitare il diritto di opzione (*expiration date*); la volatilità del prezzo dell'azione (*volatility*); il tasso privo di rischio (*risk free rate*); e il prezzo di esercizio (*strike price*). Nel *report* finale, la commissione chiarisce quali sono i criteri da adottare per la determinazione di tali variabili.

– Quanto alla *expiration date*, in ragione della durata media del *reorganization plan*, è stata fissata alla scadenza del terzo anno successivo alla data della domanda;

– La *volatility* secondo i commissari può essere alternativamente determinata (i) o in relazione alla volatilità che storicamente ha caratterizzato le imprese simili, (ii) o di comune accordo tra le parti, (iii) ovvero utilizzando l'indice fornito da *S&P500 Index*;

– Il *risk free rate* sarà uguale al tasso dei titoli di stato;

– Lo *strike price* sarà pari all'indebitamento complessivo dell'impresa stessa³⁵.

³³ F. BLACK, M. SHOLES, *The pricing of the Options and Corporate Liabilities*, in *Journal of Political Economy*, 1973, 637-654.

³⁴ Nell'esempio il creditore C. Il creditore *senior* (cioè B), per mettere fuori dai giochi il *residual owner* (cioè C) deve corrispondere il valore della teorica opzione finanziaria *call* di cui è portatore in caso di crisi.

³⁵ Sul punto così S. FONTANA, *L'applicazione della formula di Black and Scholes per la stima del capitale economico delle aziende*, Roma, 2011, 44: "L'emissione delle obbligazioni comporta teoricamente la cessione dell'impresa ai creditori e il diritto di opzione degli

È opportuno soffermarsi sullo *strike price* poiché può risultare estremamente difficile individuare il livello di indebitamento complessivo dell'impresa in stato di crisi. Ed invero, si è detto che il portatore di tale opzione finanziaria *call* è il *residual owner* che si sostituisce – fittiziamente – agli azionisti a seguito della conversione del credito in titoli azionari. Atteso che, da un lato, il capitale sociale è eroso dalle perdite e, dall'altro lato, i creditori che si trovano in posizione *junior* rispetto al *residual owner* sono *out of the money*³⁶, il valore dell'indebitamento dovrà essere valutato pari alle pretese vantate da chi si trova, secondo lo schema di assoluta priorità, in posizione *senior* rispetto al *residual owner*. A ben vedere, la difficoltà principale che si registra in merito alla determinazione dello *strike price* è data dalla corretta individuazione del *residual owner*. Riconoscere chi, nel novero del differenziato insieme dei creditori, occupi la posizione di *residual owners* è operazione molto complessa. In linea di massima, i *residual owners* vengono identificati nei creditori *unsecured*³⁷, poiché essendo soddisfatti parzialmente subiscono gli effetti positivi e negativi della procedura. Va detto, però, che anche all'interno di tale macro-categoria è possibile rinvenire soggetti con interessi eterogenei. Ed invero, è possibile trovare *i)* i creditori garantiti da un bene incapiente; *ii)* i creditori chirografari in senso stretto; *iii)* i creditori "relativamente" subordinati, la cui soddisfazione dipende dal previo soddisfacimento integrale di alcuni (e non tutti) gli aventi diritto sul patrimonio del debitore; ovvero *iv)* i creditori che in nessun caso saranno soddisfatti poiché *juniors* nell'ambito di un patrimonio insufficiente a soddisfare integralmente le ragioni dei *seniors*³⁸. L'idea di equiparare il valore del capitale proprio al valore di un'opzione finanziaria *call* su valore dell'impresa stessa, è valida principalmente perché consente l'emersione spontanea del *residual owner*. Ed invero, risulta semplice notare come solo il *residual owner* abbia interesse ad investire nella *reorganization* "scommettendo" che la gestione efficiente della procedura sarà in grado di aumentare il valore del patrimonio in modo da massimizzare la *recovery*

azionisti di "riacquistare" l'impresa rimborsando il debito alla scadenza. Detto importo rappresenta il prezzo d'esercizio (*strike price*), mentre il valore totale dell'impresa funge da attività sottostante".

³⁶ Perché in nessun caso saranno soddisfatti.

³⁷ D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati*, op. cit., 356, nt. 4.

³⁸ Nell'esempio sopra considerato, il creditore D fa parte della macro-categoria degli *unsecured*, ma non vi è alcun motivo per cui la gestione della procedura debba indirizzarsi nel suo interesse, proprio perché, come detto, sarà insoddisfatto anche in ogni caso. Al contrario, il creditore C, anch'esso facente parte della classe di creditori *unsecured*, poiché soddisfatto parzialmente, trae un vantaggio dalla massimizzazione del valore del patrimonio, ed è pertanto che nel suo interesse gli organi della procedura dovrebbero operare.

delle pretese vantate. Allo stesso modo, è agevole osservare che solo chi si trova in una posizione *immediatly senior* al *residual owner* possa essere interessato a “pagare” il prezzo delle azioni per indirizzare la gestione della procedura verso una serena liquidazione degli *assets*. Ed infatti, nell’esempio proposto, il creditore A non trae alcuna convenienza nel pagare il *redemption option value* al creditore C, in quanto ha una probabilità molto elevata di vedere soddisfatte le pretese vantate al termine della procedura³⁹. Diversamente, il creditore B, che occupa la posizione di *immediatly senior* rispetto a C, potrebbe avere interesse a pagare un prezzo per esercitare l’opzione *call* ed indirizzare la procedura verso una rapida e sicura liquidazione dei beni. Da quanto innanzi osservato discende, dunque, che *i*) il creditore *immediatly junior* – rispetto a chi esercita l’opzione – si trova nella posizione di proprietario residuale; e *ii*) l’indebitamento dell’impresa in crisi è pari al valore delle pretese vantate da chi si trova in posizione *senior* rispetto al creditore *immediatly junior*⁴⁰.

5. – La proposta avanzata dall’*American Bankruptcy Institute*, senza dubbio coraggiosa, mira a garantire l’efficienza del sistema concorsuale consentendo una deroga all’*Absolute Priority Rule*. Proprio la violazione della regola verticale di distribuzione del patrimonio responsabile che, come noto, rappresenta uno dei principi cardine delle procedure concorsuali, indubbiamente rivolto alla tutela degli interessi dei *secured creditors*, rappresenta la critica più rilevante mossa alla proposta in commento. Il creditore *immediatly junior*, per essere spossessato della gestione del patrimonio, è soddisfatto, attraverso il *redemption option value*, antecedentemente alla soddisfazione integrale dei creditori di rango *senior*⁴¹. A tal proposito, è stato detto che l’introduzione del *redemption option value* comporterebbe “*significant and negative implications for Secured Lenders*”⁴².

³⁹ Si ricorda che nell’esempio proposto, ai fini di una soddisfazione parziale del creditore A, l’insuccesso della procedura di *reorganization* dovrebbe generare una svalutazione del patrimonio responsabile dell’80% rispetto al *liquidation value*. Risulta, pertanto, oggettivamente probabile, che qualunque sia la scelta strategica assunta dagli organi della procedura, il creditore A sarà soddisfatto integralmente delle pretese vantate.

⁴⁰ Sul punto v. *AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, ABI Commission to Study the Reform of Chapter 11: Final Report and Recommendation, 2014, 226*

⁴¹ È probabile, altresì, che la liquidazione degli *assets* si rilevi rapida ma inefficiente, pregiudicando – conseguentemente – le pretese vantate dal creditore *senior* che ha esercitato l’opzione. Al contrario il creditore, *immediatly junior* riceverà prima della liquidazione del patrimonio responsabile una soddisfazione pari al *redemption option value*.

⁴² CHAPMAN & CUTLER LLP, *Redemption option value: Broad Implications for Secured Lenders*, disponibile on-line sul sito

A ben vedere, però, non sarebbe la prima deroga alla regola di assoluta priorità. Ed invero, la giurisprudenza statunitense ha da tempo elaborato la teoria conosciuta come “*new value exception*” che intende risolvere, nell’ambito delle procedure di risanamento, il conflitto che sorge tra soci, interessati a mantenere una quota del capitale sociale, e creditori, interessati ad essere soddisfatti integralmente. Seguendo quello che è, appunto, l’ordine verticale di distribuzione del patrimonio responsabile, i soci avrebbero diritto a mantenere il possesso delle partecipazioni sociali solo dopo aver soddisfatto integralmente tutti i creditori. Al contrario, tramite l’applicazione della *new value exception*, i soci avranno diritto a mantenere la proprietà delle quote di capitale previo pagamento di un prezzo, pari al valore teorico delle azioni, in favore dei creditori soddisfatti in percentuale.

Il *redemption option value*, all’opposto della *new value doctrine*, contempera il conflitto d’interesse che nasce tra i creditori di diverso rango.

Se è vero che la *new value doctrine* può essere replicata, seppure con alcuni temperamenti, nell’ordinamento domestico, in particolare nell’ipotesi di concordato con continuità aziendale⁴³, è da valutare l’idea di una rivisitazione del concordato preventivo di liquidazione in ragione del *redemption option value*.

Come noto, l’art. 177, co. 2, l. fall. (ripreso dall’art. 109, co. 3 cci) esclude dai legittimati al voto i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, dei quali la proposta di concordato prevede l’integrale pagamento⁴⁴.

Dal contenuto della norma citata emerge l’intento del legislatore domestico di rimettere il controllo della procedura nelle mani dei chirografari, individuando il *residual owner* all’interno di tale categoria di creditori. La *ratio* della disciplina è rinvenuta nella carenza di interesse dei prelatizi soddisfatti integralmente, circa l’esito della procedura.

In realtà, come visto, i creditori privilegiati potrebbero perseguire quale obiettivo quello di essere soddisfatti nel più breve tempo possibile, attraverso una gestione prudente della massa attiva evitando il rischio che l’insuccesso della riorganizzazione (del concordato in continuità aziendale)

https://www.chapman.com/media/publication/470_Chapman_ABI_Commission_Chapter_11_Reform_Redemption_Option_Value_Secured_Lenders_010515.pdf

⁴³ D. VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale, absolute priority rule e new value exception*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 331 ss.

⁴⁴ Sul trattamento dei creditori privilegiati nel concordato preventivo v. A. Patti, *Il trattamento dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *La gestione straordinaria delle imprese*, 2014, 127 ss.; L. BENEDETTI, *Il trattamento dei creditori con diritti di prelazione nel nuovo concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2013, 1044 ss.; S. BONFATTI, *La disciplina dei crediti privilegiati nel concordato preventivo con continuità aziendale*, in *Crisi d’Impresa e Fallimento*, 2013, disponibile on line al sito <https://blog.ilcaso.it/stampa/454>.

comporti, nel tempo, la svalutazione degli *assets* del debitore. I creditori prelatizi potrebbero avere interesse a corrispondere un “prezzo” in favore dei creditori *juniors* per entrare nel controllo della procedura e indirizzarla verso una rapida liquidazione.

A tal fine, potrebbe immaginarsi una procedura concordataria che preveda la distribuzione del *redemption option value* ai creditori chirografari e ammetta al voto i creditori privilegiati soddisfatti parzialmente. In tal caso, i creditori chirografari sarebbero esclusi dai legittimati al voto poiché otterrebbero il massimo valore estraibile dall’impresa in concordato. La perdita della legittimazione al voto andrebbe bilanciata da una norma che riconosca il diritto di opposizione all’omologazione a tutti i creditori chirografari (i quali potrebbero, infatti, contestare la determinazione del *redemption option value*).

Sempre ragionando *de jure condendo*, va detto che, nonostante il nostro ordinamento contempli una serie di norme che, al fine dell’applicazione, richiedono la stima del patrimonio responsabile, è al momento assente una disposizione volta a chiarire quale sia il corretto metodo di valutazione. Si pensi all’art. 182-*quinquies* l. fall. (art. 99, co. 3 cci) – che disciplina l’autorizzazione a contrarre finanziamenti funzionali ad una miglior soddisfazione dei creditori⁴⁵ –, a quanto stabilito dall’art. 186-*bis* (art. 87, co. 3 cci) – laddove l’esperto deve attestare che la continuità aziendale sia funzionale alla miglior soddisfazione dei creditori –, e per ultimo al principio del “*no creditor worse off*” (NCWO), proprio della risoluzione bancaria, in base al quale azionisti e creditori non possono ricevere meno di quanto essi riceverebbero in caso di apertura della liquidazione coatta amministrativa nei confronti dell’ente sottoposto a *bail-in*⁴⁶.

Il legislatore domestico affida il compito della stima al professionista, ma non stabilisce, *ex ante*, quale sia il metodo corretto da utilizzare. La scelta del criterio di valutazione dell’impresa in crisi, a seconda che si adotti una

⁴⁵ Secondo S. AMBROSINI, *La tutela dei finanziamenti all’impresa in crisi*, in F. VASSALLI – F.P. LUISO – E. GABRIELLI (diretto da), *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, IV, Torino, Giappichelli, 2013, 450: “è proprio nella miglior soddisfazione dei creditori che sta l’architrave su cui poggia la norma: la concessione di nuovo credito in tanto può essere autorizzata, in quanto l’esperto sia in grado, sotto la sua responsabilità, di attestare la funzionalità rispetto all’obiettivo che a ben vedere permea di sé l’intera legge fallimentare: la migliore soddisfazione dei creditori”

⁴⁶Al fine del rispetto del principio del “*no creditor worse off*” (NCWO), un esperto incaricato dall’Autorità di Vigilanza valutare, prima che si possa procedere all’applicazione della misura, il trattamento che i creditori riceverebbero se l’ente venisse liquidato, appunto, nell’ambito della procedura di l.c.a. In tema di *bail-in* v. J. P. EZQUERRA, *Risoluzione della banca e “bail-in”*: “*no creditor worse off*”, in *Dir. fall.*, 2020, I, 750 ss.; G. G. TERRANOVA, *Diritti soggettivi senza sovranità (a proposito di bail-in, cram-down e altro)*, in *Dir. fall.*, 2018, I, 93 ss.

stima a valori di funzionamento ovvero a valori di liquidazione, può determinare risultati tra loro molto differenti. Ciò genera incertezza nell'applicazione delle regole in cui è richiesta la valutazione del patrimonio, aumentando i conflitti esistenti tra *secured* e *unsecured creditors* in ordine alla gestione del patrimonio del debitore. È alla luce di tali considerazioni, dunque, che appare interessante e condivisibile la proposta della commissione istituita dall'*American Bankruptcy Institute*, che prevede l'introduzione nel sistema legislativo dei criteri sulla base dei quali debba essere stimato il valore del patrimonio responsabile.

Abstract

THE ADOPTION OF THE RELATIVE PRIORITY RULE TO REFORM THE US CHAPTER 11: THE REDEMPTION OPTION VALUE AS THE VALUE TO BE ENSURED TO RESIDUAL OWNERS

Nel campo della crisi d'impresa, il conflitto esistente tra creditori di diverso rango ha spesso condotto a risultati inefficienti in termini sia di valorizzazione della massa attiva, sia di tutela degli aventi diritti sul patrimonio.

Da un lato, i *secured creditors*, qualora il valore del bene o diritto sul quale grava il privilegio sia capiente rispetto all'importo del credito vantato, non ottenendo alcun vantaggio da una procedura di risanamento, hanno esclusivo interesse alla celere liquidazione degli *assets*.

Dall'altro lato, gli *unsecured creditors*, per una miglior soddisfazione delle pretese vantate, sono interessati alla valorizzazione del patrimonio responsabile attraverso la riorganizzazione dei beni e la salvaguardia del *going concern*.

Al fine di contemperare il conflitto esistente tra le diverse tipologie di creditori, l'*American Bankruptcy Institute*, con specifico riferimento alla procedura statunitense di *reorganization*, ha consigliato l'introduzione del *redemption option value* come valore da offrire ai creditori definiti *immediately junior*.

Scopo della ricerca è quello di analizzare, da un punto di vista sia giuridico sia finanziario, se il *redemption option value* riesca a bilanciare i diversi interessi in gioco e se il legislatore italiano possa introdurre una soluzione simile nell'ordinamento domestico.

In the field of insolvency, the conflict among creditors has often led to inefficient results.

On one hand, secured creditors have an exclusive interest in the rapid liquidation of the assets.

On the other hand, the unsecured creditors, in order to better satisfy their claims, are interested in enhancing the value of the assets through the reorganization.

In order to balance the conflict between the different types of creditors, the American Bankruptcy Institute, with specific reference to the U.S. reorganization procedure, has

recommended the introduction of the redemption option value as a value to be offered to creditors defined as immediately junior.

The purpose of this research is to analyze, from both a legal and a financial point of view, whether the redemption option value balances the different interests and whether the Italian legislator could introduce a similar solution in the domestic system.
