



**UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE  
MILANO**

**Dottorato di Ricerca in Diritto Commerciale  
Interno e Internazionale  
Ciclo XXI  
S.S.D.: Ius/04**

**MERCATO DEL CONTROLLO  
NELLA CRISI D'IMPRESA**

**Coordinatore: Chiar.mo Prof. Gaetano Presti**

**Tesi di Dottorato di: Carlos D'Ercole**

**Matricola: 3480011**

**Anno Accademico 2008/2009**

# INDICE SOMMARIO

## CAPITOLO I

### MERCATO DEL CONTROLLO, REORGANIZATION E CLASSI NEGLI USA

1. Nozioni introduttive sul controllo in sede di insolvenza	2
2. Cessione dei <i>control rights</i> per via contrattuale	5
3. Dal <i>debtor in possession</i> al <i>creditor in possession</i> : la nuova finanza	7
4. L'apparizione dei <i>distressed debt investors</i> nel Chapter 11	11
4.1. <i>Equitable Subordination</i> : il mercato dei <i>bankruptcy claims</i> dopo Enron	13
5. Acquisto del controllo nelle classi nel Chapter 11	17
6. Lo sdoppiamento tra voto e investimento: <i>credit default swaps</i> ed <i>empty voting</i>	28
6.1. Variante sullo sdoppiamento: <i>hybrid decoupling</i>	33
7. Remunerazione dei <i>managers</i> : dalle <i>stock options</i> al debito da <i>perfor-</i> <i>mance</i>	34
8. Le trasformazioni del <i>creditors' committee</i>	38
8.1. Rimedi contro gli abusi del <i>committee</i> : <i>Chinese Walls</i> e <i>Big Boy</i> <i>Letters</i>	39
9. <i>Reorganization</i> vs. <i>Liquidation</i>	40
10. Proprietà concentrata/diffusa e Debito concentrato/diffuso	44

**CAPITOLO II**

MERCATO DEL CONTROLLO NELLA CRISI DI IMPRESA IN ITALIA TRA  
RIORGANIZZAZIONI NOVATIVE  
E OPERAZIONI DI SALVATAGGIO EX ART. 106 TUF

1. Concordato fallimentare: legittimazione allargata, assuntore, cessione delle revocatorie e riallocazione dell'impresa in crisi	48
2. Operazioni di salvataggio ed esenzioni ex art. 106 TUF	55
3. Opa di concerto	59
4. Opa a cascata	62
5. Opa da consolidamento	64
6. Ragioni dell'esenzione	69
7. Circolazione del controllo nella crisi di impresa fra realtà e prospettive future.	75
<i>Bibliografia</i>	80

**CAPITOLO**

**PRIMO**

# CAPITOLO PRIMO

## MERCATO DEL CONTROLLO, REORGANIZATION E CLASSI NEGLI USA

### 1. Nozioni introduttive sul controllo in sede di insolvenza

Negli Stati Uniti esistono due nozioni di “controllo” in sede di insolvenza: un “controllo effettivo” (*control rights*) che trova la sua fonte nei contratti di finanziamento originari o post-insolvenza (*DIP financing*) e un “controllo potenziale” (*control of the reorganization plan*) ottenuto acquistando la maggioranza dei voti nel concordato.

Le operazioni di consolidamento o acquisizione del controllo che avvengono in sede di Chapter 11 testimoniano il cambiamento che la procedura ha subito rispetto alla sua nascita nel 1978<sup>1</sup>. Per molto tempo i protagonisti delle *reorganizations* sono state le banche titolari di garanzie su tutto il patrimonio del

---

<sup>1</sup> Per una prospettiva altamente professionale nel campo dell’insolvenza si veda MILLER, 2009: “The Chapter 11 process, as contemplated in 1978, has been overwhelmed by marginalization of the debtor in possession, expansion of creditor (particularly secured creditor) control, the increasing imposition of creditor-designated chief restructuring officers (CROs), claims trading, more complex debt and organizational structures, and short-term profit motivation”.

In modo affine SKEEL, *Creditors’ Ball: The New’ New Corporate Governance in Chapter 11*, 152 University of Pennsylvania Law Review 917, 2003: “The endless negotiations and mind-numbingly bureaucratic process that seemed to characterize bankruptcy in the 1980s have been replaced by transactions that look more like the market for corporate control. Whereas the debtor and its managers seemed to dominate bankruptcy only a few years ago, Chapter 11 now has a distinctively creditor-oriented cast. Chapter 11 no longer functions like an antitakeover device for managers: it has become instead the most important new frontier in the market for corporate control, complete with assets sales and faster cases. How did everything change so fast? In part, the transformation reflects a change in the profile of American business. Unlike the businesses that traditionally landed in bankruptcy – railroads or industrial firms thereafter – many contemporary businesses depend on knowledge and ideas rather than hard assets. Because these companies’ most important assets can walk out the door at any moment, they cannot afford to negotiate for months or years towards an eventual restructuring. They must resolve their difficulties immediately; often, the only way to do this is to sell key assets at or shortly after the time of bankruptcy”.

debitore e il gruppo disperso ma omogeneo di creditori chirografari attivamente rappresentati dal comitato dei creditori (*creditors' committee*). Oggi svariate figure creditorie con interessi non allineati si alternano sul palcoscenico del Chapter 11. Si pensi soltanto alla recente ristrutturazione di Adelphia in cui ben 12 gruppi di creditori si sono fatti la guerra arrivando a proporre 7 diversi *reorganization plans* facendo lievitare le spese di procedura a 100 milioni di dollari.

Secondo gli studiosi il Chapter 11 subisce la prima trasformazione con il ridimensionamento della banca che da finanziatore tradizionale interessato al mero recupero del credito con la liquidazione delle garanzie si fa compartecipe di *syndicated loans* riducendo notevolmente il suo rischio. In ogni *syndicated loan* almeno una banca assume il ruolo di guida monitorando il debitore e perseguendo gli interessi del gruppo di banche con cui ha condiviso il finanziamento. Generalmente la banca guida sottoscrive la fetta più consistente del finanziamento e la prospettiva di un eventuale inadempimento del debitore la incentiva a massimizzare il valore del prestito che risulta più facilmente cedibile agli altri finanziatori. Banche e fondi pensione a lungo sono stati gli unici attori, di recente gli *hedge funds* sono comparsi sviluppando ulteriormente il mercato secondario dei *syndicated loans*. Il vantaggio di tale mercato è che il partecipante, salvo veto della banca guida, ha la facoltà di *exit* cedendo la porzione del prestito sottoscritta.

La cessione di questi *loans* si è moltiplicata in modo esponenziale tanto che il debitore che non rispetta un *covenant* non ha più come interlocutore la banca che ha originato il finanziamento, ma *hedge funds* che hanno acquistato *tranches* di debito sufficienti da consentirgli di bloccare modifiche del prestito o piani di ristrutturazione.

La forte innovazione nella struttura del capitale di debito oggi si scontra con la visione originaria promossa dal Bankruptcy Code che aveva in mente investitori omogenei: l'azionista titolare di azioni e il creditore titolare di crediti. Le categorie si riducevano alla figura del creditore privilegiato, del creditore chirografario e del

socio. Si era lontani dagli ibridi finanziari e dalle formule Black-Scholes<sup>2</sup>, il che rendeva prevedibili comportamenti e motivazioni dei singoli investitori. Tutti erano interessati a massimizzare il loro investimento ed era la natura dell'investimento stesso a guidare la strategia ottimale. I privilegiati volevano evitare rischi, i chirografari tendenzialmente favorivano cambiamenti finalizzati a incremento del valore, gli azionisti giocavano il tutto e per tutto nella speranza che un *turnaround* portasse un ritorno sugli investimenti.

L'investimento disomogeneo fa il suo ingresso nel Chapter 11 con i *credit default swaps* che rendono obsolete le figure attorno a cui era stato disegnato il Bankruptcy Code.

I *credit default swaps* sono al pari dei *syndicated loans* un altro modo per ridurre l'esposizione al rischio dei finanziatori. In un caso la banca riduce il proprio rischio sottoscrivendo solo una parte del prestito, nell'altro riduce il rischio assicurandosi contro l'insolvenza del debitore. Le banche sono ancora in gran parte gli originatori dei grandi prestiti mentre gli *hedge funds* non hanno le capacità di dar vita a finanziamenti di tali dimensioni.

I *credit default swaps* però differiscono dai *syndicated loans* per ciò che attiene ai *control rights*. Quando una banca guida cede parte del finanziamento, cede anche i

---

<sup>2</sup> Sulla portata rivoluzionaria della formula che ha condotto la finanza verso nuovi lidi (derivati inclusi) vedi di recente ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Roma-Bari, 2009, p. 38: “Negli anni Settanta due studiosi, che avrebbero vinto più tardi il premio Nobel (Fischer Black e Myron Scholes, cui in seguito si aggiunse Robert Merton) sviluppano un modello per calcolare il prezzo delle opzioni. La formula –usata dai fisici per studiare la diffusione del calore di un gas – fornisce agli operatori di finanza la chiave per aprire il mondo segreto dei derivati. Fino a quel momento ognuno ha valutato questi nuovi strumenti secondo criteri assolutamente personali, prendendo in considerazione le variabili che riteneva opportune. Ma se ognuno valuta un bene a modo suo, i risultati sono estremamente eterogenei e i mercati difficilmente possono nascere e consolidarsi. Come è possibile alimentare una domanda e un'offerta se le stime di prezzo possono andare da 100 a 1000? Black e Scholes indicano quali siano le variabili fondamentali da prendere in considerazione, le riducono a sei, di cui cinque osservabili sul mercato e una (la volatilità attesa dei prezzi) che può essere stimata con opportune tecniche. È una rivoluzione: la teoria offre uno standard per i comportamenti degli operatori e il mercato può adempiere al precetto biblico di andare e moltiplicarsi. Il fatto che questa formula rivoluzionaria nasca e si sviluppi all'interno della comunità accademica americana è considerata l'ulteriore dimostrazione della superiorità del paradigma americano. Non solo, infatti, il sistema americano appare teoricamente più efficiente; non solo è quello capace di promuovere un'innovazione finanziaria senza precedenti; è anche quello capace di realizzare una straordinaria fertilizzazione incrociata fra pratica e teoria finanziaria”.

*control rights* sottostanti, ma se si assicura con un *credit default swap* mantiene i *control rights* che lo rendono libero di votare sul *default* del debitore.

I *credit default swaps* alterano le tradizionali logiche comportamentali del Chapter 11 rimpiazzando soggetti che avevano a cuore il destino dell'impresa con investitori che guadagnano dal collasso dell'impresa. In riferimento alla dissociazione tra la titolarità formale del voto e l'interesse economico conseguente al *credit default swap* si potrebbe individuare una terza nozione di "controllo apparente".

## 2. Cessione dei *control rights* per via contrattuale.

Secondo una visione prevalente fra gli studiosi americani il diritto societario concede pochi poteri ai creditori che entrano in gioco solo in caso di crisi finanziarie.

Douglas Baird e Robert Rasmussen pensano che questa *vulgata* sottovaluti il ruolo di banche e altri creditori non istituzionali nell'universo della finanza societaria.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Sui progressi della dottrina nell'individuare come temi centrali del dibattito il controllo esercitato dai *senior secured creditors* tramite *covenants* pre e post insolvenza e il conflitto tra questi e i *junior creditors* si veda, in linea peraltro con le tesi di Baird-Rasmussen e Skeel, MORRISON-AYOTTE, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, 2008: "A recent wave of literature by academics and practitioners suggests that the traditional view of Chapter 11— at least in large company bankruptcies—is outdated. During the past decade creditors with senior secured claims have come to dominate the Chapter 11 process. Much of this creditor control is exercised through pre- and post-petition secured lines of credit which limit the debtor's access to cash and impose strict requirements on business activity. In addition to shifting the focus from equity and managerial control in Chapter 11, the recent literature also directs attention away from the unified, single-creditor framework. The onset of senior, secured creditor control raises issues of potential creditor conflict between senior and junior classes of debt. As senior lenders have obtained control through pre- and post-petition financing, junior lenders have used claims trading, committees and other tactics to gain leverage over the reorganization process. Junior lender activism has increased as hedge funds and other investors have purchased the claims of bondholders and similarly dispersed creditors who, in the past, did not participate actively in the reorganization process."



Basta pensare alla lunghezza dei contratti di finanziamento e alla miriade di clausole (*covenants*) apposte. Clausole che spesso annullano ogni linea di confine fra il *debt* e l'*equity* nella determinazione dei *cash flow rights* e *control rights*.

Baird e Rasmussen<sup>4</sup> individuano nel fenomeno dei sofisticati contratti di finanziamento che assegnano ai creditori determinati poteri di controllo sul debitore (rimozione del CEO e nomina di un nuovo CRO, *Chief Restructuring Officer*, destinazione dei flussi reddituali, dismissione di *non-core businesses*, voto in favore di un determinato *Reorganization Plan*) la nuova frontiera degli studi sul controllo societario ora che le OPA ostili trovano meno terreno fertile<sup>5</sup>.

I suddetti autori portano l'esempio di Warnaco per raccontare l'ascesa dei creditori forti che intascano il controllo sul debitore con stringenti clausole nel finanziamento.

Nel caso di Warnaco il passaggio del controllo avviene in seguito alla ristrutturazione del debito. Warnaco all'epoca è ancora solvente, ma le banche rifiutano di concedere ulteriori finanziamenti in assenza di garanzie. Warnaco finisce per stipulare con le banche un *revolving credit facility* che assegna alle banche garanzia su tutti gli *assets* di Warnaco incluso il *cash flow*. Il controllo sul *cash flow* (che determina un potere di veto su operazioni straordinarie) è una figura normativa introdotta dal nuovo art. 9 dello UCC (Uniform Commercial Code) in materia di *secured transactions* che risponde alle esigenze del mondo bancario dotandolo di una formidabile arma di minaccia nei confronti del debitore<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> BAIRD-RASMUSSEN, *The End of Bankruptcy*, 2003; *Chapter 11 at Twilight*, 2003; *Private Debt and The Missing Lever of Corporate Governance*, 2006; *Anti-Bankruptcy*, 2009

<sup>5</sup> BAIRD-RASMUSSEN, *Private Debt and The Missing Lever of Corporate Governance*, 154 *University of Pennsylvania Law Review* 1209, 2006: "Since the 1970s academics have pointed to the market for corporate control as the mechanism best suited to minimize the costs between owners and managers. When the CEO no longer deploys the assets of the corporation in a way that maximizes shareholder value, a hostile raider can take over the business and set matters aright. Moreover, the possibility of a hostile takeover ensures that managers keep their more base impulses in check. But in recent years, the weaknesses of the hostile takeover as a disciplining device have become manifest. A staggered board coupled with unfettered ability of the board of directors to adopt a poison pill largely immunizes most business from the market for corporate control"

<sup>6</sup> BAIRD-RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, cit.: "The ability to cut off a debtor's cash flows is a much more potent threat (and gives the creditor much more control over a company) than the threat to repossess the debtor's equipment. Turning off

La riorganizzazione di Warnaco si è rivelata un successo. Il CEO ha ceduto il posto al CRO, alcuni *assets* sono stati ceduti, i *Senior Lenders* che vantavano un credito di 2.4 miliardi di dollari hanno ricevuto *cash* per 104 milioni, *notes* (nuovi titoli di debito) per un valore di 200 milioni ed *equity* pari al 96,26%.

I *Senior Lenders* sono i finanziatori che vantano priorità sugli *assets* garantiti dal debitore. Seguono nella gerarchia creditoria i *Junior Lenders* postergati ai primi in sede di privilegio (hanno un *second lien* sugli *assets* del debitore).

Da qualche tempo si registrano operazioni complesse di finanziamento in cui vengono inserite clausole con cui i *Junior Lenders* si impegnano a) a non opporsi al *DIP Financing* sponsorizzato dai *Senior Lenders*, b) a non opporsi a una vendita di *assets* caldeggiata dai *Senior Lenders* e c) ad autorizzare i *Senior Lenders* ad esercitare il voto sul *Reorganization Plan* spettante ai *Junior Lenders*.

L'allineamento (spesso strategico) che attuano i *Junior Lenders* nei confronti dei *Senior* ha guadagnato loro l'epiteto di '*silent second liens*'.

In ogni caso tale novità rafforza il dato statistico che segnala il tramonto delle OPA ostili e sposta sul versante dei *covenants* il passaggio di mano del controllo societario<sup>7</sup>.

### 3. Dal *debtor in possession* al *creditor in possession*: la nuova finanza.

Se nell'interpretazione di Baird e Rasmussen i *control rights* nascono contestualmente al finanziamento originario, per David Skeel sorgono invece in occasione della nuova finanza concessa al debitore in crisi (il *DIP financing*).

---

the cash stops a debtor dead in its tracks. A lender may find that the collateral is worth more in the debtor's hands. Cash, on the other hand, is worth just as much in the lenders' hands as is the debtor's".

<sup>7</sup> BAIRD-RASMUSSEN, *Private Debt and The Missing Lever of Corporate Governance*, cit.: " We can gain some purchase on the power of private debt as a lever of corporate governance by using hostile takeovers as a benchmark. By common account, the possibility of a hostile takeover is one of the most important ways of keeping managers in line. Nevertheless, there are only about twenty hostile takeovers a year. A publicly traded corporation is five times more likely to file a Chapter 11 petition than be subject to a hostile takeover. The possibility of creditor control exists anytime a business takes on a substantial loan and these are commonplace in the life of a publicly traded corporation".

Nella ricostruzione di Skeel il debitore in sede di Chapter 11 (*debtor in possession*) ha un controllo solo formale dell'impresa, in sostanza le redini sono in mano del finanziatore (*DIP lender*) che stringe in un angolo il debitore forzandolo a rispettare scadenze stringenti nei pagamenti, imponendogli il rispetto di una soglia minima di *cash flow* e sostituendo *managers* non allineati alla propria strategia.

Chi condivide una tale lettura parla significativamente di un passaggio in sede decisionale dal *debtor in possession* al *creditor in possession*.<sup>8</sup>

Storicamente il *DIP financing* si afferma alle fine degli anni 90 per contrastare l'egemonia del debitore (e dei suoi *managers*) che vantando il monopolio del *reorganization plan* nei primi 120 giorni del Chapter 11 riescono ad ottenere concessioni dai vari creditori.<sup>9</sup>

Nella maggior parte dei casi il *DIP lender* è un creditore originario che conosce a fondo lo stato economico del debitore tanto che il bagaglio informativo accumulato gli permette di negoziare idealmente la concessione di ulteriore finanza.

Ciò detto i giudici americani sono molto attenti alle operazioni (quasi sempre vietate) di *cross-collateralization* con cui i creditori tentano di estendere *collateral* (garanzie) a vecchie linee di credito *unsecured* (non garantite).

Immaginiamo che il *DIP lender* abbia concesso un finanziamento prima dell'insolvenza di 40 dollari e che ora ad insolvenza dichiarata conceda un finanziamento di 100 dollari costituito dai vecchi 40 dollari più 60 dollari di nuova finanza. Se il finanziamento pre-insolvenza era garantito solo parzialmente o non

---

<sup>8</sup> Vedi SKEEL, *Creditors' Ball: The 'New' New Corporate Governance in Chapter 11*, cit. : "In the past several years, the changes have been still more dramatic. In most large cases, the same creditors who seemed so helpless only a few years ago are now calling most of the shots. Chapter 11 is still remarkably debtor friendly by international standards, but creditors now exert much more influence over the case than at any time in recent history".

<sup>9</sup> Vedi SKEEL, *Creditors' Ball: The New New Corporate Governance in Chapter 11*, 2003: "Chapter 11 of the new Code, by contrast, authorized the managers to continue operating the business and gave them the exclusive right to propose a reorganization plan. The number of large Chapter 11 cases soared, but there were also a growing number of complaints about the very provisions that had restored bankruptcy's luster. Chapter 11 seemed to give too much control to the debtor's managers, enabling them to stiff arm creditors and drag out the case for inordinate periods of time. Managers were playing with creditors' money and large cases often lasted several years or more".

garantito affatto, il *DIP lender* tenterà di rafforzare il suo *status* di creditore privilegiato. Se il finanziamento originario di 40 dollari era ad esempio garantito da *assets* del debitore pari a 30 dollari, il *DIP lender* tenterà di negoziare una estensione della garanzia fino a 120 dollari di *assets* riuscendo a convertire il finanziamento parzialmente garantito in finanziamento interamente garantito.

IL *DIP financing* è spesso accompagnato da *affirmative and negative covenants* che tra imposizioni e veti guidano le azioni del debitore. Nel recente fallimento Fao Schwartz una delle clausole pattuite autorizzava i *DIP lenders* a optare per la liquidazione a meno che il debitore non vendesse tutti i suoi *assets* o votasse a favore del *reorganization plan* entro una scadenza prefissata.

Nel fallimento US Air il *DIP lender* si vide riconosciuto a fronte di una linea di credito di 740 milioni di dollari ben 5 posti nel CdA di US Air e una partecipazione al capitale di US Air pari al 37,5% finendo per orchestrare interamente la procedura di riorganizzazione.<sup>10</sup>

Nel fallimento TWA, American Airlines in qualità di *DIP lender* concesse nuova finanza a TWA a patto che si prevedesse un'asta degli *assets* da cedere, *free and clear* e al riparo da azioni di futuri creditori, ad American stessa quale acquirente<sup>11</sup>.

Spesso le clausole di *DIP financing* hanno un effetto di *lock-up* (anti-opa) perchè sterilizzano eventuali offerte (anche superiori) di *bidders* interessati. Il trasferimento del controllo si realizza in modo preferenziale a favore del solo *DIP lender* che vanta rispetto ad altri *bidders* un potere di ricatto nonché di notevole *informational advantage*.

---

<sup>10</sup> SKEEL, *Creditors' Ball: the 'New' New Corporate Governance in Chapter 11*, 2003: "The US Air financing is thus structured as, in effect, a partial takeover. In many cases the lender isn't planning to take over the company. But even in these cases, the lenders frequently use their DIP financing agreement to constrain the debtor's managers' wiggle room. It is not an overstatement to say that the terms of the debtor's postpetition financing regularly set the course and even the outcome of the Chapter 11 case".

<sup>11</sup> SKEEL, *The Past, Present and Future of Debtor-in-Possession Financing*, *Cardozo Law Review*, 2004, p.1930: "American's acquisition of TWA is an illustration of a loan-and-control transaction arranged after negotiations with a single lender prior to bankruptcy. Although there was an auction of sorts for TWA's assets, American's DIP financier status gave it a tremendous informational advantage over other potential bidders".

A prima vista le regole di voto del Chapter 11 dovrebbero prevenire una tale situazione. Ogni classe di creditori e azionisti ha diritto a votare sul *reorganization plan*, ma il controllo del *DIP lender* sull'accesso al *cash* del debitore condiziona fortemente il voto.

Se le clausole del *DIP loan* sono restrittive il *DIP lender* ha il potere di tagliare i fondi e di imporre la liquidazione a meno che non si voti il *plan* proposto dal *DIP lender*.

Secondo Skeel il *DIP financing* si è imposto come meccanismo ideale per assicurarsi il controllo in sede di insolvenza, rimpiazzando le acquisizioni delle classi creditorie come *takeover device*<sup>12</sup>.

Nella visione di Skeel la nuova finanza presenta anche un *dark side* da non sottovalutare.

IL *DIP lender* ha interesse a far in modo che il debitore non assuma rischi in grado di mettere a repentaglio il valore dell'impresa. Se il *DIP lender* è interamente garantito, la sua unica paura è che si svaluti la sua garanzia. Immaginiamo che faccia un prestito di 100 dollari e che il prestito sia garantito da *assets* pari a un valore di 120 dollari: il *DIP lender* impedirà attività del debitore che mettano a rischio il cuscinetto rappresentato dai 20 dollari. Ne deriva che un approccio troppo *risk-averse* del *DIP lender* può condurre a strategie inefficienti. Assumiamo che la stessa impresa investa gli *assets* pari a 120 dollari in un progetto che porterà un ricavo di 200 dollari in caso di successo e di 80 dollari in caso di insuccesso. Se esista un 50% di possibilità che si verifichi uno o l'altro evento, il progetto ha un valore di 140 dollari sulla carta. Ma il *DIP lender* tende ad avere un approccio pessimista e considera solo l'eventualità di recuperare 80 invece dei 100 dollari che

---

<sup>12</sup> SKEEL, *The Past, Present and Future of Debtor-in-Possession Financing*, p.1931: "The principal strategy for an acquisition-minded bidder was to buy control of a key class of claims-usually a class of unsecured claims. Since the unsecured claims ordinarily receive most or all of the stock of the reorganized company, a bidder who bought these claims could position itself to take control after bankruptcy and then use the bankruptcy process to further this objective. In recent years claims trading has been harmstrung by a variety of impediments, the most important of which is the risk that extensive claims trading will destroy the debtor's ability to use any net operating losses that it accumulated prior to bankruptcy".

gli sono dovuti. Il *DIP lender* rinuncia alla sua natura *risk-adverse* solo se ha interesse a mantenere rapporti con il debitore oltre il Chapter 11.

#### 4. L'apparizione dei *distressed debt investors* nel Chapter 11

Si parla di *distressed debt investor* con riferimento a chi acquista debito di società in crisi (*distressed*) a prezzi scontati rispetto al valore nominale. Lo sconto può andare da un minimo di 20% a un massimo di 80 % del *face value* del debito. Chi investe tenta di ottenere un profitto rivendendo il debito, recuperando il credito in sede di riorganizzazione o convertendo il debito in capitale azionario.

La pratica del *distressed debt* non è nuova<sup>13</sup>, ma il suo mercato ha registrato un'esplosione negli ultimi anni. I creditori commerciali (fornitori) non sono più gli

---

<sup>13</sup> In un'ottica di ricostruzione delle percezioni storiche del fenomeno da noi in Italia, vedi i commenti risalenti alla metà degli anni 90 di BELCREDI, *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Milano, 1995, pp. 75-76: "Parallelamente alle operazioni di ristrutturazione giudiziale si sono, effettivamente, diffusi intermediari specializzati nel canalizzare il risparmio verso i titoli di società in *distress*. Tali intermediari possono essere, le stesse banche, che si attrezzano per gestire le crisi (eventualmente attraverso la creazione di pools); banche d'affari specializzate in tali operazioni e nel M&A; oppure veri e propri fondi di investimento (i cd. vulture funds) che offrono al pubblico portafogli diversificati di titoli di società in crisi. La creazione di un mercato secondario per i debiti delle società ha tuttavia conseguenze complesse di quelle previste da Heugens e Senbet. A un primo livello se si considerano i singoli vecchi creditori, lo sviluppo di tale mercato è sicuramente benefico (particolarmente se l'impresa in difficoltà è di piccole dimensioni): esso concede ai creditori una opzione di uscita che ha sicuramente valore positivo. Anzitutto creditori non più vincolati in maniera indissolubile all'impresa possono cedere i loro titoli – beninteso a un prezzo di mercato sovente molto al di sotto del valore facciale – ad altri investitori, presumibilmente poco disposti a subire espropriazioni; in secondo luogo, essi possono più facilmente aderire a piani di ristrutturazione che prevedano la conversione – parziale o integrale – dei crediti in azioni, sapendo che esiste un mercato capace di assorbire i titoli ricevuti. Lo sviluppo del mercato secondario per i debiti delle società in *distress* può tuttavia avere effetti non facilmente prevedibili sull'esito delle ristrutturazioni: l'internalizzazione dei costi di transazione permessa dal rastrellamento dei crediti ad opera di investitori professionali facilita le rinegoziazioni, ma rende più difficile l'espropriazione dei creditori minori e offre, anzi, ai nuovi entranti l'opportunità di tenere comportamenti poco collaborative, diretti a estrarre dal proponente del piano l'intero surplus da riorganizzazione (in casi limite anche di più), con chiari effetti disincentivanti.

Lo sviluppo di intermediari specializzati nell'investimento in società *distressed* mette sotto maggiore pressione il proponente del piano di ristrutturazione e rende più difficili soluzioni troppo accomodanti, ma a causa del periodo di esclusività, non può eliminare il monopolio delle proposte di riorganizzazione, detenuto dal gruppo di comando. Ciò genera problemi considerevoli, ampiamente dimostrati in letteratura, da redistribuzione di ricchezza: le violazioni dell'APR, frequenti sia nei *workout*, sia nel Chapter 11, rappresentano il punto debole del sistema

unici desiderosi di liquidare velocemente il proprio credito. Banche e assicurazioni amano liberarsi subito di crediti sofferenti. Escono così di scena i finanziatori tradizionali e compaiono *hedge funds* e fondi di *private equity*.

La presenza di investitori/finanziatori non tradizionali in situazioni di crisi d'impresa altera le dinamiche delle ristrutturazioni societarie tra cui quelle del Chapter 11.

Tramonta l'era delle banche commerciali con il loro approccio *white shoe* e collaborativo nei confronti del debitore in crisi conosciuto sotto il nome di *relationship lending*. Il risultato che ne deriva è che le società in difficoltà sono molto più in balia dei creditori. Oggi prima ancora dell'inizio di una procedura di Chapter 11 il debitore cede il controllo del processo di riorganizzazione al *distressed debt investor*.

Gli scettici pensano che questo passaggio di consegne tuteli l'interesse di pochi creditori a scapito del debitore e degli altri *stakeholders* (*junior creditors* e dipendenti) e attribuiscono premature liquidazioni di società sane al controllo esercitato dai *distressed debt investors*. I favorevoli invece sostengono che l'azione di tali fondi produca efficienze da mercato del controllo rafforzando il monitoraggio nei confronti dei *managers*.

La crescita degli investimenti in *distressed debt* è legata alle emissioni di *high yield bonds*, al forte indebitamento bancario infine a una modifica al Bankruptcy Code del 1990 che ha ridotto il sindacato giudiziale sul trasferimento dei crediti, abbattendo i costi di transazione nella cessione e le incertezze sulla legittimità dell'acquisto.

I *distressed debt investors* intercettano le opportunità di acquisto che si presentano quando il valore di mercato dei crediti scende al di sotto del valore reale a causa di improvvisa insolvenza o di fallita ristrutturazione. Offrono liquidità a titolari di credito bancario, commerciale, involontario, interessati a

---

USA. Si argomenta inoltre che a causa della spinta alla *performance* immediata che sovente caratterizza gli investitori professionali non sempre essi adottano, come sarebbe auspicabile, un orizzonte di lungo periodo nella valutazione delle proposte”.

sbarazzarsi di tali crediti per evitare i potenziali costi delle procedure concorsuali o aggirare requisiti regolamentari.

L'acquisto di tali crediti non è solo motivato dal ricavo di plusvalenze. Spesso i fondi hanno strategie ben più ambiziose come *a)* bloccare piani di ristrutturazione strappando il controllo di una classe dei creditori oppure *b)* ottenere il controllo *tout court* della società insolvente.

Se è vero che due decenni fa la crisi di impresa riuniva creditore e debitore sotto l'insegna della preservazione del *going concern*, oggi la capacità di *hedge funds* e fondi di *private equity* di accedere a cifre enormi di capitale cambia la natura del Chapter 11 che da sede di riabilitazione del debitore diventa sede di aste potenziali.

#### 4.1. *Equitable Subordination*: il mercato dei *bankruptcy claims* dopo Enron

Il mercato della cessione dei crediti in sede di insolvenza da qualche tempo vive nel timore della postergazione dei crediti ex Section 510(c) del Code che si applica *1)* se il creditore ha dato vita a un comportamento non corretto, *2)* se tale comportamento ha arrecato danni ai creditori o ha conferito un indebito vantaggio, *3)* se tale misura non è in contrasto con altre norme del Bankruptcy Code.

Papercraft è il *leading case* in materia in cui convergono tutti gli elementi principali per la configurazione della *equitable subordination*: l'approfittamento dell'acquirente che compra crediti da un venditore non sofisticato, la manipolazione del *reorganization plan* infine l'utilizzo di informazioni confidenziali fornite dal debitore.

CVC (Citicorp Venture Capital), creditore di Papercraft, ha nominato alcuni amministratori nel *Board* di Papercraft e nelle sue controllate rendendosi "fiduciario" di Papercraft.

Il rappresentante di CVC nel *Board* di Papercraft utilizza l'arco temporale di 7 mesi fra la dichiarazione di insolvenza e la proposta del *reorganization plan* da parte



del debitore per procedere all'acquisto del 40% dei crediti chirografari di Papercraft tramite un broker anonimo senza avvertire il *creditors committee*, la corte o il *Board* di Papercraft.

I venditori ignorano l'identità degli effettivi acquirenti mentre CVC acquisisce informazioni non disponibili agli altri creditori che gli consentono di predisporre il proprio *reorganization plan*.

Nel momento in cui CVC annuncia il suo *plan* e rivela di aver comprato crediti di Papercraft, il *creditors' committee* promuove un'azione in giudizio contro CVC.

I giudici restringono il recupero dei crediti di CVC a quanto pagato e ordina a CVC di risarcire i creditori che non hanno venduto per il danno provocato.

Come si vede concorrono nel caso i requisiti per la configurazione di una *equitable subordination*: venditori non sofisticati ingannati dall'acquirente, manipolazione del *plan* e utilizzo di *inside information* in violazione di doveri fiduciari nei confronti del debitore.

Recentemente la bankruptcy court<sup>14</sup> impegnata nel dissesto di Enron ha ulteriormente allargato il campo di applicazione della *equitable subordination* a chi abbia acquistato crediti da titolari che in precedenza hanno posto in essere

---

<sup>14</sup> L'opinione di Judge Gonzalez è commentata da LEVITIN, *The Limits of Enron: Counterparty Risk in Bankruptcy Claims Trading*, 2006, p. 392-393: "Judge Gonzalez observed that there were three issues involved in the motion: 1) whether a claim could be equitably subordinated on account of inequitable behavior unconnected to the claim; 2) whether a claim that could be equitably subordinated in the hands of the inequitable party could be subordinated in the hands of the transferee; and 3) whether a good faith purchaser defense is available for a transferee of a bankruptcy claim. Judge Gonzalez resolved the first issue in the affirmative. He concluded that 'equitable subordination is not limited to only those claims related to the inequitable conduct that caused the injury to the creditor class. Rather, equitable subordination can apply to claims unrelated to any inequitable conduct held by the claimant alleged to have engaged in the conduct, limited by the amount of damages stemming from the inequitable conduct that is not otherwise compensated to that class'. As for the second issue Judge Gonzalez concluded that 'the transfer of a claim subject to equitable subordination does not free such claim from subordination in the hands of a transferee... The remedy of equitable subordination remains with the claims'.

Regarding the third issue, Judge Gonzalez concluded that the statutory good faith purchaser defense in 11 U.S.C.A. 550(b) was limited to 11 U.S.C.A. 550(a)'s enumerated preference recovery, postpetition transfer and fraudulent transfer actions and that in any event the Funds could not take in good faith because they were aware of the possibility of subordination by virtue of buying bankruptcy claims".

comportamenti scorretti. La sentenza potrebbe avere una serie di ricadute importanti che necessitano un approfondimento.

L'esistenza di un mercato dei *bankruptcy claims* è fondamentale per la salute del mercato del *distressed debt* e indirettamente dei mercati del *debt* e dell'*equity*.

Se non esistesse tale mercato, i creditori sarebbero più restii a investire in società *distressed* o ad alto rischio vista la possibilità di rimanere appesi a *bankruptcy claims* non convenienti. L'esistenza di un mercato secondario aumenta la liquidità dei mercati *debt* ed *equity* e rende più facile per le società ottenere capitale. Di conseguenza qualsiasi regola legale che diminuisca la liquidità del mercato dei *bankruptcy claims* condiziona gli altri mercati del capitale e rende più difficile il reperimento di risorse per le società in crisi producendo un aumento del numero dei fallimenti.

Dopo Enron gli acquirenti di crediti non solo devono accertarsi del titolo ma devono spingersi fino a controllare tutta la catena di cessioni che precedono il loro acquisto finale. I traders di *bankruptcy claims* sono attori sofisticati abituati a valutare il rischio, ma non dispongono degli strumenti necessari per calcolare la probabilità statistica della postergazione di un credito.

Da un punto vista di mercato Enron è una decisione molto controversa<sup>15</sup>: forza i creditori ad accettare una assicurazione legale coatta contro il *claims washing*

---

<sup>15</sup> Per una critica serrata a Enron e all'atteggiamento scettico dei giudici per il *claims trading* in sede di insolvenza vedi LEVITIN, *Rediscovering the Virtues of Negotiability in the Wake of Enron*, 2006: "Enron appears to have adopted an irrebuttable presumption that bankruptcy claims cannot be traded in good faith in order to prevent claims washing, the selling at full market value of a subordinatable claim by an inequitable actor to a party in whose hands the claim could not be subordinated. The development of the claims market has greatly affected the dynamics of corporate reorganizations and is viewed with askance by many practitioners and judges whose formative professional experiences pre-date mass claim trading. Whatever one thinks about the influence of claims trading on the reorganization process, it is not clear why there should be an irrebuttable presumption of bad faith for claims trades.

Setting aside hoary concerns about champerty, maintenance and barratry, even in an old-fashioned equity context, there is no reason to presume lack of good faith when trading claims post-petition, as the same economic transaction could have occurred pre-petition. We should not lightly brush aside of the concerns of abusive claims trading. Rather than adopt an irrebuttable presumption of bad faith for all bankruptcy claims purchases without any reason for distinguishing them from pre-petition distressed debt purchases, we should adopt a rebuttable presumption of good faith. This presumption could have certain exceptions, such as claims trading by fiduciaries of the debtor, claims trading to gain corporate control of the debtor, resale-sellbacks, and claims trading in which the purchaser has neither conducted any diligence nor

al prezzo di un numero maggiore di fallimenti. Nessun creditore o debitore sceglierebbe volontariamente un tale sistema di assicurazione. I creditori hanno altri metodi per tutelarsi: le opzioni *ex ante* includono le garanzie e i derivati, quelle *ex post* le azioni dirette contro il “cattivo” cedente (*inequitable*). I creditori non possono facilmente prevedere il loro *status* rispetto a una eventuale postergazione del credito.

Enron probabilmente condizionerà i rapporti di potere all'interno del processo di riorganizzazione riducendo il peso dei *distressed debt investors*.<sup>16</sup>

---

acquired a warranty of equitable behavior. In such circumstances, the burden of showing good faith should rest on the claims' purchaser or the court should undertake a more exacting scrutiny of the transaction. Moreover, in when a claims purchaser has acquired the claims as part of a transaction that results in acquisition of substantially all assets of former claims holder, it should assume the same equities and priority of the former holder. Alternatively, bankruptcy law could imply a warranty of equitable behavior in all claims trades, which would have to be explicitly disavowed. Either way would be more sensible than declaring an entire market to be tainted by bad faith”.

<sup>16</sup> Per un'analisi dettagliata degli effetti collaterali di Enron in termini di scambi di mercato vedi LEVITIN, *The Limits of Enron: Counterparty Risk in Bankruptcy Claims Trading*, 2006, p.414: “ Enron will also affect the liquidity and pricing of different types and sizes of bankruptcy claims differently. Enron increases the value of claims that travel with subordination indemnities or warranties, like loan participation claims, relative to those that do not, like bonds and trade claims, although one has to question what these indemnities and warranties are worth in light of the expense that would be involved in litigating them. It will increase the relative value of diversified synthetic instruments like securitizations and may encourage the development of securitized bundles of bankruptcy claims. It also places new emphasis on the creditworthiness of the indemnitor. Claims purchasers will now have cause to look into seller's finance, or take out insurance, in the form of credit default swaps on the seller, adding transaction costs to the deals”.

E per ulteriori riflessioni in margine all'impatto di Enron sui Chinese Walls vedi SULLIVAN, *Big Boys and Chinese Walls*, University of Chicago Law Review, 2008, p. 558: “ The [Enron] ruling is the most far reaching because it limits the potential effectiveness of Chinese Walls. On the one hand, the decision implies ‘that the court may subordinate claims that were purchased by claims traders working on the other side of an established Trading Wall’. On the other hand, if a claims trader buys claims of the debtor from creditors on the basis of inside information, the Enron decision may make the claims the committee member represents also subject to subordination. This would mean that liability originating in the relationship between a firm's claims traders and their trading partners can spread to parts of the firm on the other side of the Chinese Wall”.

## 5. Acquisto del controllo delle classi nel Chapter 11

Si discute ancora molto se il Chapter 11 costituisca un meccanismo efficiente nell'allocazione di *assets* di imprese in crisi<sup>17</sup>.

Hotchkiss<sup>18</sup> rileva che molte società che emergono dal Chapter 11 continuano ad avere una *performance* bassa e oltre 1/3 vengono sottoposte a una seconda ristrutturazione.

Bradley e Rosenzweig<sup>19</sup> sostengono che il Chapter 11 non fornisce sufficienti incentivi ai *managers* nell'allocare le risorse all'utilizzatore che le valuta di più. Per attenuare questi e altri conflitti di agenzia alcuni commentatori in passato hanno suggerito di introdurre una vendita tramite asta. Jensen<sup>20</sup> in particolare nota che le acquisizioni sono un meccanismo fondamentale nell'efficiente allocazione degli *assets* di imprese in crisi.

Uno studio empirico di fine anni 90 di Hotchkiss and Mooradian<sup>21</sup> ha tentato di rispondere a due quesiti fondamentali: 1) la struttura odierna del Chapter 11 e le asimmetrie informative rendono difficili le acquisizioni? e 2) le acquisizioni in sede di insolvenza creano valore?

---

<sup>17</sup> Per una valorizzazione del Chapter 11 oggi alla luce del fallimento di Lehman Brothers, unica a non beneficiare dei *bailouts* del governo americano, vedi da ultimo AYOTTE-SKEEL, *Bankruptcy or Bailouts?* 2009: "The Lehman Bankruptcy illustrates several key features of Chapter 11. First, it shows that the law can facilitate an acquisition inside bankruptcy that would be troublesome outside bankruptcy. Barclays had expressed interest in Lehman prior to its filing, but would not acquire Lehman without substantial government assistance. After Lehman filed, Barclays was willing to purchase the assets it found most valuable, and also provided the financing required to keep Lehman liquid. The second feature is the speed with which acquisitions can be completed. Some commentators have argued that Chapter 11 is an inappropriate solution to distress because the process is too slow and costly. The Lehman case shows exactly the opposite: faced with extreme time pressure buyers materialized and Lehman quickly sold its viable subsidiaries, allowing them to remain in business under different ownership".

<sup>18</sup> HOTCHKISS, *Post-Bankruptcy Performance and Management Turnover*, Journal of Finance, 1995, pp. 3-21

<sup>19</sup> BRADLEY-ROSENZWEIG, *The Untenable Case for Chapter 11*, The Yale Law Journal, 1992, pp.1043-1095

<sup>20</sup> JENSEN, *Corporate Control and the Politics of Finance*, Journal of Applied Corporate Finance, 1991, pp.13-33

<sup>21</sup> HOTCHKISS-MOORADIAN, *Acquisitions as Means of Restructuring Firms in Chapter 11*, Journal of Financial Intermediation, 1998. Degli stessi autori vedi anche *Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms*, Journal of Financial Economics, 1997, pp. 401-432.

Vari fattori testimoniano la difficoltà di operare acquisizioni nel Chapter 11: i *managers* continuano a gestire l'impresa in sede di Chapter 11 e difficilmente conducono una vendita efficiente nell'interesse di azionisti e creditori; inoltre, le acquisizioni nel Chapter 11 avvengono tradizionalmente all'interno del *reorganization plan* e necessitano dell'approvazione dei creditori. Per società insolventi con strutture del debito complesse non è facile ottenere il consenso dei creditori che facilmente si troveranno in disaccordo sulla distribuzione del ricavato delle vendite.

Ne risulta che le attività di *takeover* troveranno terreno fertile nel caso di società con *management* già rimpiazzato e con strutture del debito meno complesse.

Secondo Shleifer e Vishny<sup>22</sup> l'allocatione più efficiente si verifica quando l'acquirente opera nello stesso settore dell'impresa in crisi come nel caso dell'*hostile takeover* di Federated su Macy del 1994. Federated calcolò i profitti potenziali derivanti da una combinazione delle attività di Federated e Macy entrambi *retailers* e pervenne a una valutazione di Macy superiore a quella formulata dal *management* di Macy che optava per una scelta di autonomia.

Gertner e Picker<sup>23</sup> sottolineano come le asimmetrie informative pesino sulle acquisizioni di imprese in crisi. I potenziali offerenti, in particolare quelli che non operano nel settore della *target*, scontano un *deficit* informativo sia riguardo al valore della *target* che al miglior utilizzo degli *assets* della *target*.

Se Kaplan e Weisbach<sup>24</sup> in uno studio agli inizi degli anni 90 calcolavano che nel 35% delle acquisizioni extra-insolvenza offerente e *target* condividevano settore di appartenenza, Hotchkiss e Mooradian qualche anno dopo rilevano che nel 66% delle acquisizioni perfezionate in sede di insolvenza offerente e *target* appartengono allo stesso settore. Dati che dimostrano come le asimmetrie informative si

---

<sup>22</sup> SHLEIFER-VISHNY, *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, Journal of Finance, 1992, pp. 1343-1366

<sup>23</sup> GERTNER-PICKER, *Bankruptcy and the Allocation of Control*, 1992, inedito, cortesia di Randall Picker, University of Chicago

<sup>24</sup> KAPLAN-WEISBACH, *The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures*, Journal of Finance, 1992, pp. 107-138

riducano fortemente quando offerente e *target* abbiano instaurato un rapporto prima dell'insolvenza.

Se è vero che le acquisizioni in sede di insolvenza avvengono a prezzi scontati, non è automatico concludere che le risorse vengano allocate ad acquirenti che le valutano poco.

Hothckiss e Mooradian studiano la *performance* di imprese acquistate durante il Chapter 11 analizzando il *cash flow* post-fusione e notano come sia superiore a quella di imprese uscite dal Chapter 11 senza subire acquisizioni.

A dimostrazione del fatto che le acquisizioni in sede di insolvenza creano valore, gli autori sottolineano come nei giorni che precedono l'annuncio dell'acquisizione di una *bankrupt firm* si moltiplicano gli utili sia dell'offerente che della *target*, mentre nel caso di una acquisizione extra-insolvenza solo la *target* registra un'impennata di utili.

#### GIURISPRUDENZA RILEVANTE SULLE CLASSI

Il *reorganization plan* nel Chapter 11 può essere proposto solo dal debitore, un *trustee* o una parte interessata ad agire: creditori e azionisti. Nella fase iniziale (120 giorni dall'apertura della procedura) solo il debitore può proporre il *plan*. Questo periodo di esclusiva del debitore può essere esteso dalla corte fino a 18 mesi dall'apertura della procedura in base ai progressi svolti nella formulazione del *plan*. I giudizi dei creditori espressi in sede di *committee* sono inoltre rilevanti ai fini della valutazione di tali progressi. In caso di nomina di *trustee* o di fine del periodo di esclusiva del debitore, qualunque parte interessata ad agire può proporre il *plan*. Durante il periodo di esclusiva, il terzo acquirente può collaborare con il debitore nella formulazione del *plan* e in tale situazione il *plan* beneficia dell'esclusione di altri *plans* in competizione. Se è terminato il periodo di esclusiva, il terzo acquirente può agire autonomamente comprando crediti e formulare il *plan* o concertare il *plan* con il *committee*, un altro creditore o azionista.

Il *reorganization plan* deve specificare il trattamento di *claims* (crediti) e *interests* (partecipazioni azionarie). Questi devono essere classificati in linea con il paragraph 1122 del Bankruptcy Code: crediti e azioni vengono suddivisi nelle loro classi di appartenenza.

Solo i creditori o azionisti pregiudicati dal *plan* possono votare sul *plan*, decidendo di approvarlo o rigettarlo. Una classe di creditori approva il *plan* se 1) almeno 2/3 dei crediti per valore nella classe vota a favore del *plan* e se 2) oltre 1/2 dei crediti per teste vota in favore del *plan*. Una classe di azionisti approva il *plan* se almeno 2/3 per valore vota in favore del *plan*.

Il titolare di 1/3 (ed oltre) di crediti in una classe è in grado di bloccare l'approvazione del *plan* da parte di tale classe. Il Code non richiede il consenso di tutte le classi per l'approvazione del *plan* e in caso di dissenso di una classe opera il *cram down*.

Perchè il *plan* venga omologato occorre inoltre che ogni creditore riceva non meno di quanto gli spetterebbe in sede di liquidazione nel Chapter 7 (*best interests test*).

Risulta quindi fondamentale ottenere una *blocking position* all'interno di una classe che possa sterilizzare il *cram down* e che garantisca valore post-riorganizzazione.

In passato l'acquisto di crediti finalizzato al controllo del processo di riorganizzazione trovava resistenze nella giurisprudenza che individuando mala fede in capo all'acquirente tendeva ad invalidare il voto collegato ai *claims* strategicamente acquistati (Allegheny).

L'evoluzione registra invece una netta apertura verso investitori anche quando gli acquisti siano finalizzati al puro *blockage* di un *reorganization plan* proposto dal debitore (Figter). Recenti snodi giurisprudenziali infine si confrontano con il trasferimento del controllo ottenuto in seno al *creditors' committee* (Fibermark) o quale risultante di un *loan to own* (Radnor).

ALLEGHENY, 1989

Il 16 luglio 1990 Judge Cosetti deposita la sentenza a lungo attesa sulla battaglia per il controllo di Allegheny. La decisione è la prima nella giurisprudenza americana a pronunciarsi sui temi dell'opa ostile nel Chapter 11 ed eserciterà una notevole influenza sulle sentenze successive in materia di acquisizioni per il controllo nel Chapter 11.

Japonica Partners appare sulla scena della riorganizzazione di Allegheny il 7 luglio 1989 quando lancia un'offerta per l'acquisto della stessa al prezzo di 700 milioni di dollari.

Allegheny rifiuta le *avances* di Japonica Partners che in risposta inizia ad acquistare crediti privilegiati nei confronti di Allegheny, arrivando alla quota del 33% della classe, riuscendo a rimborsare quasi l'intero valore nominale dei crediti.

Progressivamente acquista crediti della classe chirografaria e lancia un'opa su altro debito emesso da Allegheny e la sua controllata Chemetron senza approvazione della corte e a un prezzo inferiore di quello offerto agli altri obbligazionisti.

Japonica ha raggiunto la soglia che gli permette di bloccare il *Reorganization Plan* di Allegheny. Il giudice decide di invalidare il voto di Japonica per aver agito in mala fede, perseguendo un interesse non riconducibile al suo interesse di creditore.

La lezione che emerge dal caso Allegheny è che alla fine degli anni '80 un investitore che propone un *reorganization plan* alternativo per sconfiggere quello del debitore con il chiaro intento di ottenere il controllo di una società insolvente va facilmente incontro al veto giudiziale e alla squalifica della propria partecipazione.

Prezioso il commento dell'epoca di Fortgang and Meyer, i primi ad occuparsi della materia: "Il messaggio di Allegheny è che è quasi impossibile lanciare un'opa all'interno del Chapter 11. Gli acquisti effettuati in previsione o in esecuzione di un *Reorganization plan* devono rientrare nel *Plan* stesso.



Ex art. 1123(a)(4) del Bankruptcy Code l'acquirente non può comprare crediti a meno che il venditore non sappia cosa sta cedendo. All'acquirente non dovrebbe essere concesso di favorire i residui non venditori che capitalizzano sul fatto che l'acquirente non è in grado di ottenere la maggioranza in tutte le classi. Un acquirente non dovrebbe essere in grado di comprare debito a basso prezzo in previsione o in esecuzione di un *plan* perché gli originari venditori debbon poter condividere il premio estorto dai non venditori. Tale visione sicuramente non è in linea con il nuovo attivismo M&A che nel Chapter 11 ha trovato il suo terreno fertile, ma traduce il pensiero del giudice nel caso Allegheny e la *ratio* sottostante al Chapter 11 finalizzato alla riabilitazione del debitore e la protezione dei creditori".<sup>25</sup>

FIGTER, 1997

Figter Ltd, debitore ammesso al Chapter 11 e proprietario di Skyline Terrace, un complesso di appartamenti, deve fronteggiare Teachers, creditore di \$ 15,600,000 garantito da Skyline Terrace (tramite *promissory note*) e di una somma aggiuntiva (derivante da *cash on hand*) di \$ 1,400,000. Teachers è l'unico creditore privilegiato di Figter ed è l'unico componente della classe 2 nel *reorganization Plan* proposto da Figter.

Il plan contempla il pagamento integrale del credito privilegiato vantato da Teachers ma a un tasso d'interessi contestato. Di conseguenza secondo il *plan* formulato da Figter il credito di Teachers non sarebbe falcidiato. Il *plan* invece intacca il credito chirografario della classe 3 che verrebbe pagata all'80 %.

Teachers si oppone al *reorganization plan* di Figter fin dall'inizio perchè prevede la conversione di Skyline Terrace in condomini con pagamenti gradualmente a Teachers mano a mano che le unità immobiliari vengono vendute.

---

<sup>25</sup> FORTGANG AND MAYER, *Trading Claims and Taking Control of Corporations in Chapter 11*, Cardozo Law Review, 1990

Teachers formula un suo *plan* che prevede il trasferimento di Skyline Terrace e del *cash collateral* a Teachers così da pagare interamente il debito verso Teachers e il 90 % della classe chirografaria.

Il *plan* formulato da Teachers è stato pensato sul presupposto che il suo credito non fosse interamente garantito, ma il 31 maggio 1994 la corte fallimentare quantifica il valore di Skyline Terrace in \$19,300,000 rendendo il credito di Teachers pari a \$17,960,000 interamente garantito.

Tra l'ottobre 27 e 31 del 1994 Teachers decide di comprare 21 dei 34 crediti chirografari della classe 3 pagandoli al 100% del loro valore nominale e notifica la cessione dei crediti come previsto dalle regole sulla trasparenza ex 3001(e)(2).

Il *plan* di Figter si trova improvvisamente privo dei requisiti ex art 1129(a)(10): non sussiste più una classe consenziente nonostante la falcidia tale da potersi avere un *cram down* della classe privilegiata composta da Teachers.

In appello Figter imputa a Teachers mala fede nell'acquisto del credito chirografario della classe 3 e ne impugna il voto.

La Corte d'Appello annota che “la mala fede consiste nell'assicurarsi un vantaggio ulteriore rispetto agli altri creditori il che non vuol dire che i creditori debbano approcciare il *reorganization plan* con altruismo o con il desiderio di aiutare il debitore e gli altri creditori.

Se un motivo egoistico fosse sufficiente a far capitolare un *plan*, pochissimi verrebbero approvati. Di conseguenza se Teachers ha agito per interesse personale non deve essere sanzionato perchè ha mandato in aria i desideri di Figter.

Tale principio vale anche nel caso in cui Teachers abbia acquistato crediti della classe chirografaria solo per bloccare l'approvazione del *plan* proposto da Figter.

Non esiste mala fede quando un creditore vota contro un *plan* del debitore che ha una causa pendente con il creditore stesso o quando un creditore sceglie di perseguire il proprio interesse invece di altri interesse a lui estranei.

Il semplice fatto che un creditore abbia acquistato crediti ulteriori per tutelare i propri crediti preesistenti non è indice di mala fede.

In passato molti giudici hanno tacciato di mala fede acquisti di crediti finalizzati alla neutralizzazione di *reorganization plans* da parte di società non titolari di crediti preesistenti nei confronti dell'insolvente. Nel caso in questione Teachers ha solo agito per proteggere il suo interesse di creditore principale ossia quello di evitare una frammentazione del complesso immobiliare”.

FIBERMARK, 2006

Il *creditors' committee* è una figura chiave del Chapter 11 specie di questi tempi in cui si è intensificato il potere dei creditori in sede di riorganizzazione.

Il *creditors' committee* tutela gli interessi dei creditori chirografari e influenza notevolmente l'*iter* della riorganizzazione. Spesso si verificano abusi all'interno del comitato perchè un creditore tenta di sfruttare la propria posizione a danno degli altri violando doveri fiduciari *inter-creditori*.

Il caso Fibermark racconta alla perfezione gli sprechi e i ritardi provocati da una lotta intestina fra membri del comitato.

Il 30 marzo 2004 Fibermark, produttore di materiale basato sulla fibra, localizzato nel Vermont, dichiara lo stato di insolvenza e si affida al Chapter 11 vantando *assets* per 400 milioni di dollari ma anche forti perdite derivante da un significativo debito accumulato e dalla recessione nei suoi mercati chiave.

Il comitato dei creditori di Fibermark si compone di 5 membri : AIG, Post, Wilmington Trust, Solution Dispersions, Du Pont.

I primi due sono *public note-holders* (obbligazionisti), gli ultimi due *trade creditors* (creditori commerciali).

Il 27 ottobre 2004 Silver Point, un fondo specializzato in *distressed debt* che nel frattempo ha rastrellato obbligazioni in misura superiore ad AIG e Post, entra a far parte del comitato. Silver Point si impegna immediatamente a non utilizzare materiale informativo non divulgato per le sue operazioni di *trading*.

Ma nel frattempo sono svaniti i sogni di controllo del processo di riorganizzazione di AIG e Post che accusano Silver Point di *trading* illecito.

La faida *inter-creditoria* provoca uno stallo del *reorganization plan* formulato da Fibermark in data 17 dicembre 2004 e ritarda di vari mesi l'approvazione da parte del giudice che nomina un esperto per chiarire e risolvere la disputa.

L'*Examiner* Harvey Miller nel suo *Report* denuncia grave violazione dei doveri fiduciari nei confronti di tutto il ceto chirografario da parte di AIG e Post che nella speranza di estromettere l'azionista di controllo futuro (Silver Capital) hanno ampiamente abusato dei loro poteri di creditori (e soci futuri) di minoranza.

A seguito del *Report* viene raggiunto un accordo transattivo<sup>26</sup>:

1) AIG e Post si impegnano a versare al ceto chirografario 4.2 milioni di dollari;

2) AIG e Post si impegnano a cedere l'intera posizione creditoria a Silver Capital abbandonando ogni ambizione di controllo di Fibermark dopo la ristrutturazione;

3) AIG, Post e Silver Capital si impegnano a votare a favore del *Reorganization Plan*;

---

<sup>26</sup> Su vizi e virtù degli *hedge funds* in Fibermark vedi BAIRD-RASMUSSEN, *Antibankruptcy*, 2009: "Fibermark illustrates both the potential and perils of hedge funds. By the middle of the case investors who did not want to participate in the reorganization had left. The only people in the game were hedge funds well versed in the bankruptcy proceedings. In the end, Silver was able to buy the entire company. The company emerged with a rational capital structure. While the ultimate result of the case is hard to quarrel with, the process was not the most efficient. The fight among the three hedge funds cost \$ 60 million over seven months. AIG was able to use the device of the creditors' committee to hold things up as it sought better terms for itself as a future minority shareholder. In the end the cost of these problems were felt exclusively by the three hedge funds. The secured creditor was paid in full and the three hedge funds kicked in some cash to ensure that the unsecured creditors receive precisely what they would have received had the first plan of reorganization been confirmed. In the end Fibermark was ugly but not a disaster. AIG and Post may have used the creditors' committee for questionable ends, and the process should have been shorter. The proceeding cost more in legal fees than it should have, but there is no reason to believe that the value of the company itself was lessened. One could chalk much of the problems to a clash of personalities. While these frictions may have been costly, it is difficult to quarrel with the outcome. The company was aggressively shopped to potential purchasers and when there was not a buyer that offered an adequate price, the company was taken private by an hedge fund that was left in complete control. The case however does illustrate how the provisions of the Code can be used in today's environment to ends not foreseen by the Codè drafters".

4) AIG, Post e Silver Capital si impegnano a rimborsare in parti eguali le spese del *Report*.

RADNOR, 2006

Verso la fine dell'estate 2005 il partner di TCP (Tennenbaum Capital Partners) Jose Feliciano viene a sapere dal suo collega Steven Chang che Radnor ha bisogno di finanziamenti tramite il suo *placement agent* che nell'occasione è Lehman Brothers.

Lehman suggerisce a Radnor che la soluzione ideale è di finanziarsi con una combinazione di *debt* e di *equity*. Radnor all'epoca necessita di 50 milioni di dollari tra nuovo debito e infusione di capitale (30 milioni di *senior secured debt* e 20 milioni di *convertible preferred stock*) per sostenere le mire espansionistiche nel settore in crescita del *polypropylene cup*.

Il 27 ottobre del 2005 TCP opera il suo primo investimento in Radnor impegnandosi ad acquistare 25 milioni di Series A Preferred Stock e a concedere un finanziamento (Tranche A and B Loans) pari a 95 milioni di *senior secured debt*.

Contestualmente TCP sigla con gli azionisti di Radnor un *Investor Rights Agreement* che assegna a TCP una serie di diritti (tradizionalmente concessi dall'*issuer* agli azionisti di minoranza) tra cui quello di nominare un membro e un osservatore nel *Board*, di accrescere la propria presenza nel *Board* in caso di mancato raggiungimento di determinati livelli di EBITDA e di esercitare il veto su determinati *employment agreements* e transazioni con le controllate.

TCP si limita a designare un membro e un osservatore nel *Board* ma quando la crisi mette al tappeto Radnor il *Committee* sostiene che TCP ha effettuato un *loan to own* ovvero ha finanziato Radnor con l'intenzione di impadronirsene successivamente. Il *Committee* agisce quindi per la riqualificazione in senso azionario del finanziamento di TCP (*recharacterization*) e in subordine per la postergazione dei crediti di TCP (*equitable subordination*).

In realtà tutti i *memoranda* interni di TCP parlano in modo chiaro di un investimento nel debito e non risultano prove indicative di una volontà acquisitiva di Radnor.

Judge Welsh nota come un investimento in *equity* di 25 milioni in ipotesi di conosciuta insolvenza configga con una strategia potenziale di acquisizione del debitore<sup>27</sup>.

Respinta l'eccezione del *Committee*, gli *assets* di Radnor vanno all'asta, i privilegiati vengono interamente pagati, i chirografari ricevono ben poco, gli azionisti nulla e TCP diventa il socio unico di Radnor<sup>28</sup>.

#### MISURE DIFENSIVE CONTRO ACQUISIZIONI NEL CHAPTER 11: TEXACO

Formidabile arma difensiva contro le acquisizioni per il controllo effettuate in sede di Chapter 11 sono stati in passato i *lock-up agreements* che vincolavano le parti a votare in favore del *reorganization Plan* come testimonia il *leading case* Texaco v. Pennzoil.

Al centro della disputa l'accordo transattivo che impone a Pennzoil di votare unicamente in favore del plan proposto da Texaco e che Carl Icahn, maggior

---

<sup>27</sup> La decisione di Judge Welsh è ben sintetizzato dal suo interrogativo retorico: "I find that it would be irrational to believe that TCP would have made a \$ 25 million equity investment if it believed Radnor were insolvent at the time. Tennenbaum's infusion \$ 25 million in the form of preferred stock (with warrants and conversion rights) is a clear indication that Tennenbaum believed that there was an upside to its investment. If, as the Committee argues, Tennenbaum's scheme was a loan to own, why would it make an equity investment in addition to the debt transaction? The logical alternative would be to make a debt investment only so that Tennenbaum would have a better position in the event of a meltdown, i.e, a liquidation".

<sup>28</sup> Per un confronto fra gli esiti di Fibermark e Radnor vedi BAIRD-RASMUSSEN, *Antibankruptcy*, 2009: "Radnor went more smoothly than did Fibermark, but at some level it may be more problematic. Tennenbaum protested vigorously that it was not a loan to own transaction and the court agreed. Putting the motivation to one side however, one sees the problems that plague loan to own situations. By the time the company decided to sell itself, Tennenbaum had a strategic advantage over all potential bidders. To the extent that the CEO added value to the company, his interests were aligned with Tennenbaum as he had personally guaranteed the loan that the hedge fund had made to Radnor. Also by virtue of its rights under the lending agreement and its seat on the Board of Directors, Tennenbaum had information about the company that no other bidder could match".

azionista di Pennzoil, decide di impugnare ritenendo inammissibile la sollecitazione di un *plan* prima della circolazione del relativo *disclosure statement*.

Judge Schwartzberg giudica legittimo il patto che regola *ex ante* il voto ed impedisce ad Icahn di far circolare un *plan* alternativo contestandone la fattibilità.

La sentenza Texaco-Pennzoil in fondo esprime un *mood* giudiziale caratteristico degli anni 80 che azzera la contendibilità di società insolventi con pillole difensive qui rappresentate dai *lock-ups* e altrove (vedi Allegheny) dalla mala fede imputata ad acquisizioni strategiche.

#### 6. Lo sdoppiamento fra voto e investimento: *credit default swaps* ed *empty voting*.

Il mercato dei crediti rende meno prevedibile (e meno trasparente) il comportamento dei fondi di investimento soprattutto se il loro acquisto è accompagnato da un *credit default swap* con cui si assicurano contro il rischio di insolvenza del debitore dietro pagamento di un premio.<sup>29</sup> Il titolare di un credito

---

<sup>29</sup> Per una sintesi aggiornata su nascita, diffusione e collasso del mercato dei *credit defaults swaps* negli States vedi da ultimo POSNER, *A Failure of Capitalism. The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press, 2009, pp. 56-58: "This form of insurance, called 'credit default swaps', had originally been intended as insurance against bond defaults, of which there was a long history on the basis of which premiums could be computed with reasonable competence. But AIG and other financial firms (not limited to insurance companies and commercial banks, the traditional issuers of credit insurance, such as conventional mortgage insurance, as distinct from insurance of securitized debt) began issuing credit default swaps to insure against losses in the value of mortgage-backed securities, which lacked such a history. One beauty of swaps was that they reduced the amount of collateral that a lender needed in order to protect itself from the consequence of the borrower's default. Instead of insisting on collateral as protection against the consequences of default, the lender could pay the premium on a credit default swap. Swaps were thought to (and often did) reduce a lender's risk, allowing greater leverage and therefore higher returns with no apparent increase in risk. And the swaps themselves became securitized, so that institutions all over the world became insurers of mortgage-backed securities. In their securitized form moreover the swaps could be bought by entities that had no assets that they wanted to insure but merely wanted to speculate on the possibility of a default by the firm insured by the swap. Soon the face value of the swap was in the tens of trillion of dollars. The swaps were not regulated and so the issuers unlike insurance companies, which were regulated, were not required to have reserves against having to make good on defaults that the swaps insured against. AIG's reserves turned out to be insufficient to cover its liabilities when defaults insured by its swaps soared. Banks were among the purchasers of securitized credit swaps which made them insurers- often of other banks. This was dangerous: having to honor the swap might break a bank, and if the bank defaulted this would deprive the bank on the other side

conserva i suoi diritti di voto nel momento in cui si assicura tramite uno *swap*, ma come si comporterà in caso di *event of default* del debitore?

Dal punto di vista economico il soggetto è portatore di due interessi contrastanti: l'insolvenza del debitore mette in crisi il suo *portfolio* ma allo stesso tempo è fonte di guadagno per via dello *swap* pattuito.<sup>30</sup>

Recenti integrazioni normative hanno imposto che la cessione dei crediti venga pubblicizzata, ma gli *swaps* rimangono transazioni private che rimangono nell'ombra rendendo impossibile conoscere la reale entità delle partecipazioni nel debito dei *distressed funds* e prevederne le possibili dinamiche di voto.

Un esempio emblematico è rappresentato dalla ristrutturazione (tuttora in corso) di Lyondel, gruppo operativo negli USA e in Olanda che ha richiesto il Chapter 11 solo per la società americana tenendo fuori dalle procedure di riorganizzazione quella olandese.

Gli obbligazionisti olandesi hanno richiesto di partecipare al Chapter 11 provocando forti reazioni perchè il mancato pagamento dei *bonds* farebbe scattare il *default* della società olandese trascinandola verso una disastrosa liquidazione.

Quale spiegazione al comportamento (apparentemente) irrazionale dei *bondholders*?

Molto semplice: hanno sottoscritto un buon numero di *credit default swaps* tali da intascare cifre profumate per il caso in cui venga dichiarato il *default* della società olandese.

I primi studiosi che si sono occupati a fondo del tema sono Henry Hu and Bernard Black<sup>31</sup> che mettono in discussione la tradizionale lettura di azionisti e creditori.

---

of the credit default swap of insurance needed to protect its insolvency. There would be a domino effect”.

<sup>30</sup> BAIRD-RASMUSSEN, *Anti-Bankruptcy*, 2009, p.36: “In the extreme case, if the lender has purchased more credit default swaps than it has at risk in terms of the loan itself, it may be the case that it will be to its financial advantage if the loan goes in default. In the extreme, those who bought credit protection on loans they did not hold may subsequently buy loans in the secondary market for the purpose of preventing a workout and forcing a default. While such a default and a subsequent bankruptcy case may provide a lower return on its debt instrument than it would have received had the debtor procured a waiver, it may more than make up for this by collecting on its credit default swap contract”.



Hu and Black hanno coniato il termine *empty voting*<sup>32</sup> per definire il comportamento del soggetto economico (azionista o creditore) che riduce il rischio dell'investimento tramite l'utilizzo di strumenti derivati svuotando di valore il proprio voto rispetto all'investimento iniziale.

Sul fronte del debito Hu and Black si affidano all'esempio tradizionale del *credit default swap* per illustrare il *debt decoupling* (lo sdoppiamento) in atto<sup>33</sup>: se un fondo ha acquistato 200 milioni di dollari in *bonds* e si è assicurato per 500 milioni in caso di insolvenza del debitore (*negative economic ownership*) avrà interesse a far dichiarare il fallimento del debitore e voterà di conseguenza. Siamo in presenza

---

<sup>31</sup> HU-BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden Ownership*, Southern California Law Review, 2006; *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extension*, University of Pennsylvania Law Review, 2008; *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, European Financial Management, 2008.

<sup>32</sup> Per il neologismo *empty voting* e l'analogo *empty creditor* vedi HU-BLACK, *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, 2008, p.680: "Just as shareholders can hedge their economic exposure by holding equity derivatives and other coupled assets, creditors can often hedge through credit derivatives and other coupled assets. By analogy to empty voting, we will call a creditor who retains formal contractual control rights and legal rights, yet has partly or fully hedged its economic risk, an 'empty creditor'. Investors can hold economic-only debt claims, just as they can hold economic-only equity claims. Debt ownership, like equity ownership, can often be hidden; indeed non-disclosure is the norm".

<sup>33</sup> Gli autori citano in *Debt, Equity and Hybrid Decoupling* ulteriori esempi di strategie di *debt decoupling*: dal *soft parking* di *bonds* ("Most bond indentures let a company buy and then vote its own bonds", p.680) al *repackaging* di debiti effettuato tramite *loan participation*: "A lead bank lends money to a corporation, but then transfers some, most, or all of its economic return to other lenders. Often the lead bank agrees to exercise its rights under the loan agreement to declare or waive defaults, amend covenants, and so on, as instructed by the buyers of the loan participations, in proportion to dollar amount owned. But some loan participation contracts leave these control rights with the lead bank. If so, the lead bank will have greater formal control rights than economic exposure, and will be a partly or fully empty creditor. To be sure, in this case, the lead bank may still consult informally with the loan participation holders", p. 681.

Infine molto consueto fra i fondi è l'investimento diversificato in più classi creditorie: "Large public firms often have multiple classes of debt. These multiple classes offer additional possibilities for negative economic ownership. For example, a creditor's long position in class A may be offset partly or fully by his short interest in class B or C. Each of these positions can themselves be partly hedged, fully hedged or over-hedged. A creditor can be expected to vote its position in classes where it holds formal voting rights in support of its overall position. Moreover, if the vote of one class is expected to be pivotal in a reorganization, creditors holding other classes may scramble to acquire positions in the pivotal class (often hedged), to support their positions in other classes. The divergent preferences of different classes on the value assigned to the firm already complicate restructuring negotiations, both in and out of bankruptcy. Holdings of stakes in different classes, potentially some long and some short, add further complexity. So does non disclosure of hedges which means that each creditor can't be sure of the incentives of other creditors", p.681.

quindi di attori economici che alterano sensibilmente il mercato perchè il loro voto confligge con la posizione formale rivestita.<sup>34</sup>

Secondo Hu e Black l'*empty voting* dei creditori porta a soluzioni meno efficienti in caso di decisione sull'alternativa liquidazione *vs* ristrutturazione o sulla struttura del capitale post-ristrutturazione. Gli autori propongono una *disclosure* in sede concorsuale delle disparità rilevanti che un soggetto vanta tra la partecipazione formale nel debito e l'effettiva esposizione economica. Detto diversamente sopra una soglia minima il creditore dovrebbe rivelare i suoi *hedges* (l'utilizzo di strumenti derivati per coprire il rischio) e di conseguenza la sua mancanza di esposizione economica (*hidden non-interest*).

Tramite tale *disclosure* la corte, gli altri creditori e gli azionisti sarebbero in grado di conoscere il reale interesse dell'*empty creditor* impedendogli di esercitare il voto<sup>35</sup>.

Le proposte di Hu e Black sembrano aver fatto breccia nel sistema con la recente sentenza *Northwest Airlines* che mette un freno all'agire degli *hedge funds* senza controlli. Nel 2005 che registra la grande crisi delle compagnie aeree un gruppo di *hedge funds* acquista il 27% del capitale di Northwest Airlines e nella

---

<sup>34</sup>Sul comportamento in evidente conflitto di interessi dell'investitore si veda HU-BLACK, *Debt, Equity and Hybrid Decoupling*, cit. p.682: "Creditors with negative economic ownership, like their equity counterparts, may have incentives to act to reduce the value of all debt claims, or the value of the specific debt class they formally hold. Such a creditor might prefer that the company fail, and hence oppose an out-of-court restructuring. Even a creditor with zero, rather than negative, economic ownership may want to push a company into bankruptcy, because the bankruptcy filing will trigger a contractual payoff on its credit default swap position".

<sup>35</sup> Sul fronte della sanzione per omessa *disclosure* gli autori sostengono in *Debt, Equity and Hybrid Decoupling*, p. 684: "Even if an apparent creditor with negative net economic interest in a class of debt retained voting rights, its views would be discounted. Moreover courts would likely be readier to override a creditor vote which was tainted by some creditors with little, no or negative economic ownership".

Per quando riguarda le modalità di voto propongono: "Voting rights may need to be limited to creditors with positive economic interest in a positive economic ownership in the debtor as a whole or in a particular debt class. The degree of voting rights may need to be based on net economic ownership instead of gross ownership of a debt class. The complexities of multiple classes of debt and correspondingly complex economic interests, make it hard to design sensible voting rules. But it might be feasible to adopt crude rules that block voting with negative overall economic interest – either in the debtor or in a particular class. At least in the USA bankruptcy courts may have the power to disregard or limit votes by empty creditors, if disclosure rules made it possible for them to identify these creditors".

speranza di ricavarne un profitto in caso di cessione ad altra compagnia aerea si attiva in sede concorsuale.

Chiede la formazione di un comitato di *equity security holders* per farsi rimborsare i costi dal debitore in quanto spese della procedura ma motiva la richiesta dietro la necessità di conoscere i diritti dei *public stockholders* di Northwestern. Il gruppo ritira la richiesta quando capisce di non poter accedere a informazioni sulla potenziale fusione *post*-approvazione del *Plan*. A questo punto si ripropone sulla scena in qualità di comitato *ad hoc* degli *equity security holders* nella speranza di condividere i costi di consulenza, di coordinare le strategie e di fornire di un crisma giudiziale l'azione collettiva ideata.

Il debitore richiede invece *ex* Rule 2019 che il comitato *ad hoc* renda note partecipazioni azionarie e crediti: la norma obbliga ciascuna *entity* che rappresenti più di un azionista o creditore a dichiarare nome e indirizzo dell'azionista o creditore, natura e ammontare della partecipazione azionaria o del credito al momento dell'acquisto.<sup>36</sup>

Judge Gropper accoglie la richiesta del debitore e nega al comitato *ad hoc* la possibilità di tenere sotto segreto informazioni su *trading* e partecipazioni e crediti che vanno condivise con gli altri investitori proprio perchè il comitato *ex lege* persegue un interesse comune e non di parte.<sup>37</sup>

La sentenza Northwest Airlines ha provocato enormi reazioni nel mondo degli *hedge funds* che, nel timore che tale interpretazione giudiziale trovi cittadinanza nell'universo giurisprudenziale, ha chiesto l'abrogazione della Rule 2019.

---

<sup>36</sup> Sul ruolo dei *non-statutory committees* e la mancanza di trasparenza che affliggerebbe il mercato dei *bankruptcy claims* vedi il recente contributo di LIPSON, *The Shadow Bankruptcy System*, Boston University Law Review, 2009: "Fights about transparency in the bankruptcy system often involve the simplest questions of identity: who are you and who do you represent? In recent years this fight has taken place over the application of Bankruptcy Rule 2019. This seemingly obscure, technical rule has been the basis for some serious fights in recent years, because shadow bankruptcy players often do not want to comply with it".

<sup>37</sup> Questo è il passo decisivo della motivazione: "It bears recalling that this Committee purports to control 27 percent of the outstanding stock of the Debtors...By acting as a group, the members of this shareholders' Committee subordinated to the requirements of rule 2019 their interest in keeping private the prices at which they individually purchased or sold the Debtor's securities. This is not unfair because their negotiating decisions as a Committee should be based on the interests of the entire shareholders' group, not their individual financial advantage".

L'esigenza di un mercato trasparente si scontra d'altra parte con l'interesse dei fondi a continuare ad agire come *shadow players*.<sup>38</sup>

### 6.1 Variante sullo sdoppiamento: *hybrid decoupling*

Un ulteriore profilo di sdoppiamento in termini economici dell'investitore si ha nel caso ricorrente degli *hedge funds* che vestono strategicamente i panni sia dell'azionista che del creditore (*hybrid decoupling*).

Si consideri il caso di una società in crisi. Un *hedge fund* silenziosamente compra una larga fetta del credito chirografario mentre le azioni vengono scambiate a un prezzo molto basso. Successivamente l'*hedge fund* stesso acquista un rilevante pacchetto azionario della società in crisi rendendolo noto al pubblico e inducendo gli investitori a incrementare il prezzo del debito chirografario.

Morale della vicenda: l'*hedge fund* si è presentato come *equityholder* ma in realtà per rilanciare e monetizzare sugli investimenti effettuati sul debito.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> Sui costi provocati da un mercato opaco dei *bankruptcy claims* vedi LIPSON, *The Shadow Bankruptcy System*, cit., pp. 29-30: "Shadow player identity creates three related types of costs. First, and perhaps most prosaic, fights about identities are expensive. The debtor and other official entities –all of whom are paid by the debtor's estate- will likely become involved in fights like those in Northwest Airlines or Fibermark. These fights may be worthwhile to the particular shadow player, but it is far from clear that they benefit the estate. They take judicial time and resources from a system that is already heavily taxed. As one judge explained: 'The problem with hedge funds is that they use the bankruptcy court as a battleground without paying any rent'. These are, in short, often collateral, internecine disputes that have little clear benefit to the estate. Second, and perhaps more important, it affects the dynamics of negotiations. Negotiation has a special role in Chapter 11 reorganization. In the eyes of many system participants, the whole point of the process is to come to some new agreement about the debtor's capital structure. A court will impose a resolution – the cramdown of a plan or a liquidation- only if it is clear that negotiations are failing. Chapter 11 negotiations are thus premised on the complex proposition that value can be maximized for all stakeholders in a debtor if the debtor is given a reasonable opportunity to restructure its affairs. Shadow bankruptcy obscures these incentives and thus makes negotiations more uncertain and expensive. Third, and perhaps more disturbing, cloaking identity may conceal the real sources of control in a reorganization".

<sup>39</sup> Sulle strategie occulte degli *hedge funds* vedi LIPSON, *The Shadow Bankruptcy System*, cit., pp.31-32: "Why do shadow investors want to conceal their identities? It may be because, as their trade associations claim, disclosure reveals proprietary trading strategies, depriving them of a competitive edge. But in some cases, secrecy will be essential because they hold complex, multi-faceted – 'hedged' – positions that are actually antithetical to the debtor's success. Shadow players may gain more from the debtor's failure than its success by 'shorting' the reorganization process.

La recente vicenda Bear Stearns ha registrato casi emblematici di *hybrid decoupling*.

Protagonisti da una parte i creditori di Bear Stearns più esposti che, favorevoli all'acquisizione da parte di JP Morgan Chase (sensibile alle loro pretese), hanno acquistato azioni di Bear Stearns per votare sulla fusione facendo lievitare il prezzo delle azioni ben sopra il prezzo di fusione. Dall'altra investitori meno esposti nei confronti di Bear Stearns (grazie anche a *credit default swaps*) che invece hanno acquistato azioni per opporsi alla fusione nella speranza che Bear Stearns fallisse.

#### 7. Remunerazione dei *managers*: dalle *stock-options* al debito da *performance*.

Yair Listokin in un recente saggio<sup>40</sup> ha sostenuto che gli studiosi di *bankruptcy* si concentrano troppo sul *DIP financing* sottovalutando il tema dei compensi e incentivi ai *managers* nella fase di crisi della società.

Nota Listokin che gli interessi dei *managers* tendono ad essere allineati a quelli degli azionisti e di conseguenza le ristrutturazioni non massimizzano il valore per i creditori dell'impresa in crisi.

---

If that is the motive, then concealment obviously makes sense. Even when they do not remain in the shadow their tactics –like those of all rational self-maximizers- is to buy low and sell high. There is some evidence that the shadow bankruptcy system permits, perhaps promotes this-to the harm of debtors and their larger constituencies. Part of the problem here derives from the complex hedging strategies that shadow bankruptcy players might use. Private investors may acquire any number of positions against a debtor in bankruptcy. One hedge fund may, for example, acquire secured and unsecured claims, as well as preferred stock, or even common stock. The economic goal may be to reach the ‘fulcrum’ position, the point in the capital structure that achieves maximum control for minimum investment. The reason one may not understand other investors’ incentives is due to the ability to hold multiple positions against or affecting a debtor in Chapter 11. For example an investor may acquire both the senior debt of, and a short position against, stock of a single debtor. If the reorganization plan severely dilutes or eliminates the stock, the debt and the short may pay. If the plan doesn’t do this, the holder may use the senior debt to block confirmation of the plan. The mere fact that the holder might hold a short position – which is disclosed nowhere- will distort negotiations. The possibility of multi-tranche holdings has at minimum an *in terrorem* effect that likely gives shadow players the capacity to influence reorganizations disproportionate to their actual holdings”.

<sup>40</sup> LISTOKIN, *Paying for Performance in Bankruptcy: Why CEOs Should be Compensated with Debt*, 155 University of Pennsylvania Law Review 777, 2007

È fondamentale invece per l'autore riallineare gli interessi dei *managers* a quelli dei creditori chirografari pagandoli con una quota del debito chirografario.

Immaginiamo che una ristrutturazione rapida accresca il valore della società aumentando la soglia totale di recupero del ceto chirografario e che il *manager* venga pagato con una percentuale del debito. È chiaro che questi avrà un grande incentivo a porre in essere una *quick reorganization* che gli consente di incrementare il suo guadagno.

Se invece una ristrutturazione rapida distrugge valore, il *manager* si guarderà bene dal perseguirla e opterà per la liquidazione come soluzione efficiente.

La remunerazione tramite debito azzera l'inclinazione del *manager* a favorire gli azionisti anche in sede di insolvenza<sup>41</sup> ma Listokin traccia anche un quadro degli strumenti di remunerazione in sede di insolvenza tradizionalmente suggeriti dagli studiosi e dai lui ritenuti inefficienti ovvero:

- 1) *Pay-to-Stay Bonuses*;
- 2) *Rapid Reorganization Bonuses*;
- 3) *Percentage of Assets Compensation Plan*.

I primi sono finalizzati ad evitare l'*exit* dei *managers* di talento ma non danno alcun incentivo a massimizzare il valore della società visto che i *managers* sono pagati semplicemente per restare.

I secondi sollecitano i *managers* a ottenere una *quick reorganization* indipendentemente dal risultato finale perchè la remunerazione è legata a doppio filo alla velocità con cui si perfeziona la ristrutturazione e non alla *performance*.

Per il terzo strumento si pensi alla seguente ipotesi. Immaginiamo che il valore di liquidazione della società sia pari a 10 milioni di euro in caso di scarsa *performance* del *manager* e di 12 milioni in caso di buona *performance*. Se io assegno *ex ante* al *manager* una percentuale sui 10 milioni di liquidazione attuo uno spreco e

---

<sup>41</sup> LISTOKIN, *Paying for Performance in Bankruptcy*, cit.: "When the manager of a bankrupt company is the same as the pre-bankruptcy manager, the manager will have many ties to equity, which used to control the firm. For example, the manager may have received grants of stock or stock options before the company became bankrupt, giving the manager a direct incentive to favor equity".

non genero incentivi perchè sono a conoscenza del fatto che indipendentemente dal comportamento del *manager* il valore di liquidazione sarà almeno di 10 milioni.

L'esempio mostra l'inefficienza di un piano di remunerazione con percentuale sugli *assets* (post-liquidazione o riorganizzazione) che non creano incentivi a una *performance* superiore.

Dalla ricostruzione di Listokin si distacca fortemente Todd Henderson<sup>42</sup> (consapevole della lezione dei *control rights* e degli stringenti *loan covenants* imposti da banche o *vulture funds*) che sottolinea come il monitoraggio sulla *performance* dei *managers* si rafforza invece nettamente in sede di riorganizzazione, non a caso statisticamente il 60% dei CEOs viene rimpiazzato.<sup>43</sup>

Secondo Henderson il primo effetto dell'insolvenza è di spazzare via gli azionisti dispersi e disinteressati e di lasciare il posto solo agli investitori sofisticati come le banche, le compagnie di assicurazione, gli *hedge funds* e chi investe in *bonds*.

Tali investitori ottengono il controllo comprando rilevanti pacchetti di debito o concedendo ulteriore finanza con l'impegno a rispettare *covenants* che assegnano all'investitore il controllo sul debitore. Nella grande parte dei casi si ha un

---

<sup>42</sup> HENDERSON, *Paying CEOs in Bankruptcy: Executive Compensation When Agency Costs Are Low*, Northwestern University Law Review, Vol. 101, No. 4, 2007

<sup>43</sup> Per una critica alla proposta di Listokin, con argomentazioni in linea con la sua teoria del controllo creditorio ottenuto *ex ante* tramite *covenants*, vedi la recensione *ad hoc* di RASMUSSEN, *On the Scope of Managerial Discretion in Chapter 11*, University of Pennsylvania Law Review, 2007, p.105: "Listokin's proposal is motivated by the assumption that managers have discretion in bankruptcy. He posits that they retain the operational discretion that they have in running the company outside of bankruptcy and that they have the additional freedom to decide whether the company should be liquidated or reorganized. Listokin's aim is to provide managers with incentives to ensure that they exercise this discretion to maximize the value of the company. It is far from clear that managers enjoy the freedom that Listokin suggests. When we look closely at the dynamics of today's reorganizations, the problem that motivates Listokin's solution –agency costs resulting from managerial discretion– is difficult to identify. Those with money on the line have typically been worried about managerial discretion and they have taken steps to ensure that it is exercised in their favor long before a bankruptcy petition is filed. Indeed, when we look at how decisions are made in today's environment, we can better understand the compensation practices that Listokin's article criticizes.

The defining feature of modern reorganization practice is creditor control. Before a company files for bankruptcy, the holders of its private debt have a good deal of influence in the boardroom. Lending agreements are structured so the company will violate covenants if its fortune decline. The company needs the consent of its lenders to waive these defaults. Absent a waiver, the company faces the prospect of the lender declaring the loan in default. Such a declaration would result in the company filing for bankruptcy in the near future. Directors understand this dynamic and the threat to throw a company into default means that the board will be attuned to the demands of lenders".

consolidamento del debito bancario con la creazione di un'unica linea di credito che riordina il credito esistente di cui sono titolari vari soggetti e un consolidamento del debito obbligazionario con gli acquisti da parte dei *vulture funds* di percentuali consistenti di *bonds* tali da ottenere una *blocking position* nel processo di riorganizzazione.

Il consolidamento del debito porta a una riduzione dei costi di monitoraggio azzerando *free riding* e asimmetrie informative.<sup>44</sup>

Henderson racconta l'assunzione di Michael Capella in qualità di nuovo CEO di WorldCom<sup>45</sup> come caso emblematico dell'attenzione meticolosa con cui i creditori assumono i *turnaround managers*.

All'epoca in cui iniziano le negoziazioni per la designazione del nuovo amministratore delegato, il destino di WorldCom sottoposto a Chapter 11 è largamente nelle mani di un *pool* di banche che ha deciso di concedere nuova finanza pari a 2 miliardi di dollari con un *revolving credit facility* e di un gruppo di *vulture funds* che vanta una *blocking position* a seguito di acquisto di una fetta consistente dei *bonds*.

Oltre al monitoraggio di banche e fondi, le operazioni di WorldCom sono soggette all'approvazione di un *Corporate Monitor* (un supervisore di nomina giudiziale nella persona di Richard Breeden ex capo commissario della SEC).

In questo clima sorge l'offerta a Michael Capella che viene subito rigettata dalla Corte e da Breeden i quali giudicano il corrispettivo pensato per il futuro CEO eccessivo.

Breeden rinegozia il contratto ottenendo una riduzione del *salary* di Capella del 25% a testimonianza della cura con cui i creditori seguono gli avvicendamenti manageriali delle imprese in crisi.

---

<sup>44</sup> HENDERSON, *Paying CEOs in Bankruptcy*, cit. : "The debt of healthy firms is usually held by numerous banks and other institutional debt holders, none of which have a dominant share of the firm's debt. When a firm becomes severely financially distressed, however, these many creditors routinely 'morph into a single revolving credit facility'. One large bank or consortium of bank agrees to provide cash influx and to restructure existing obligations subject to new contractual terms that grant the bank an increased role in the governance of the debtor".

<sup>45</sup> HENDERSON, *Paying CEOs in Bankruptcy*, cit.



8. Le trasformazioni del *creditors' committee*

Il *creditors' committee* è stato in origine pensato per sopperire alla mancanza di coordinamento dei vari creditori chirografari.

Nella teoria dei giochi si parla di *tragedy of commons* per definire i limiti dell'azione collettiva di soggetti dispersi fra loro non coordinati.

Il *committee* è formato dai sette creditori chirografari a cui il debitore deve la maggior somma e storicamente ha svolto un ruolo di primo piano<sup>46</sup> finchè non sono intervenuti sulla scena i *distressed debt funds* disinteressati alle sorti del ceto creditorio che investono per ragioni di profitto, conoscono bene la situazione patrimoniale del debitore e non amano condividere con altri creditori le informazioni possedute<sup>47</sup>.

Il *committee* ha così perso il suo ruolo di aggregatore delle istanze dei vari *claimants*, per diventare centro di potere che consente accesso a informazioni di

---

<sup>46</sup> HENDERSON, *Paying CEOs in Bankruptcy: Executive Compensation When Agency Costs Are Low*, cit.: "These committees are a decision-making forum for the creditors with the largest financial incentives and the most resources to devote to monitoring. This system largely overcomes the collective action and free-rider problem that keeps small, diffuse shareholders from being effective monitors".

<sup>47</sup> BAIRD-RASMUSSEN, *Anti-Bankruptcy*, 2009, pp.11-12: "Distressed debt professionals often hold complicated positions, combining ordinary claims with derivative instruments. They pursue their own agenda. Rather than dispersed and homogenous, they are close at hand, well informed and radically different from one another. As a result the idea of a committee as the principle vehicle for mediating the interests of the general creditors as a group may no longer work. Having on a seat on the creditors' committee can provide an investor with a good deal of input into the way in which a bankruptcy case proceeds. At the same time however someone on the creditors' committee is supposed to attend to the interests of the general creditors as a whole. Reconciling the traditional committee structure with the new type of player requires forcing disclosure from the investor and limiting her range of action especially with respect to trading. Whether this can be done in a way that keeps the largest players at the bargaining has proved hard. In an environment in which sitting at the bargaining table exposes participants to inside information, the most important players often want to stay in the shadows. This is an inversion of the traditional process, one in which those with the most at stake wanted to be on the creditors' committee, rather than stay away from it". Riflessioni analoghe in HENDERSON, *Paying CEOs in Bankruptcy: Executive Compensation When Agency Costs Are Low*, 2006, p.19 da leggere anche alla luce del paragrafo successivo sulle responsabilità in qualità di *insider*: "Many sophisticated investors choose not to serve on creditors' committees because access brings with it inside information and may thus be offset by a concomitant obligation to refrain from trading securities of the debtor".

natura confidenziale, quindi *target* ambitissimo dai fondi che vivono del *trade on information*.

### 8.1 Rimedi contro gli abusi del *committee*: *Chinese Walls* e *Big Boy Letters*

Il vantaggio informativo da *insiders* di cui godono i membri del *committee* è all'origine dei *Chinese Walls* che isolano l'attività di *claims trading* (di compravendita dei crediti) dall'attività svolta in seno al *committee*. I *Chinese Walls* dovrebbero impedire a chi è attivo nella compravendita dei crediti di capitalizzare sull'*inside information* acquisita all'interno del comitato e sono allo stesso tempo delle armi di difesa per i *traders* che si rendono immuni *ex ante* da responsabilità.<sup>48</sup>

---

<sup>48</sup> Per una ricostruzione recente sulla responsabilità da *insider trading* nel mercato dei *bankruptcy claims* vedi SULLIVAN, *Big Boys and Chinese Walls*, University of Chicago Law Review, 2008, pp. 555-556: "Fear of liability under the bankruptcy remedies began to scare some major creditors in bankruptcies off committees, a situation that deprived the reorganization process of the benefit of those committees: a forum for major debtholders of the troubled firm to negotiate and plan the future of the debtor. As a result, would-be committee members started to request 'that bankruptcy courts pre-approve Chinese Walls...so as to immunize them in advance from violating their fiduciary duties as committee members if they trade in the debtor's claims and securities'. Note that courts do not require Chinese Walls; rather courts allow parties to use Chinese Walls as defenses to the claims trading remedies. In essence Chinese Walls are defenses that courts approve in advance. The remedies constitute the substance of the regulatory regime; the Chinese Wall simply suspends the regulation by preventing the harms that courts aim to remedy.

But Chinese Walls do not prevent all the harms associated with insider claims trading that cause courts concern. They can prevent harms from violations of the duty of loyalty because the committee members of the relevant creditor firm, insulated from the position of the firm's traders, cannot conduct their committee activities in the interest of the firm's trading position. The committee members after all do not know what that trading position is. But Chinese Walls do not affect the relationship between a trader who already has inside information and the parties with whom he trades. Chinese Walls address fiduciary liability well but fail to guard against core insider trading liability. Courts have proven willing to issue trading orders allowing claims trading pursuant to these Chinese Walls and there is evidence that they often allow the creditor on a committee to trade without incurring in liability. Chinese Walls are designed to prevent a creditor firm from appropriating committee information in its own trading interest by keeping the committee members and traders in ignorance of each other. Essentially the Chinese Wall should effectively prevent claims trading activity from driving a committee member's behavior and encouraging the creditor to abuse and co-opt the reorganization process for its own benefit at the expense of other creditors. In addition, insofar as creditors on the committee acquire confidential information of the debtor, the Chinese Wall should keep that information off the trading desks. In other word, Chinese Walls address the two care concerns of the bankruptcy remedies that track the law of fiduciary duties: control of the reorganization process and violation

Ultimamente alla figura dei *Chinese Walls* si è affiancata quella del *Big Boy Letter* come strumento di esonero da *liability*.

In breve l'*insider* ammette di avere informazioni non disponibili al pubblico, l'altra parte prende nota di tale ammissione, si impegna a non far leva su vizi non menzionati dall'*insider*, accetta il rischio e ugualmente perfeziona la compravendita.

L'idea sottostante è che le parti sono adulti vaccinati e hanno quindi capacità di giudizio. L'accordo viene incorporato in un documento chiamato non a caso "Big Boy Letter".

### 9. *Reorganization vs. Liquidation*

Negli ultimi anni si è "progressivamente affermato negli ordinamenti avanzati il convincimento che le procedure fallimentari costituiscono un costo sia per i creditori, in termini di minore realizzazione dei crediti, sia per il sistema economico, in termini di distruzione di ricchezza derivante dalla dissoluzione dei complessi aziendali".<sup>49</sup>

---

of duties of confidentiality to the debtor. But trading walls are not a panacea and there are certain harms they cannot prevent. Although a Chinese Wall works in both directions –information can flow neither from the trader to the committee member nor from the committee member to the trader- the traders in the creditor's firm may still acquire inside information from other sources and may still trade on the basis of this information. The firm may have a longstanding relationship with the debtor, for instance, that affords it access to inside information. Or the firm may be a hedge fund immersed in the industry and privy to rumors from other parties involved about the reorganization process".

<sup>49</sup> In tal senso MONTALENTI, *Le soluzioni concordate alla crisi d'impresa: uno sguardo comparatistico*, Atti del XX Convegno di Courmayeur su Crisi dell'Impresa e Riforme delle Procedure Concorsuali, 23-24 settembre 2005, p.2 del dattiloscritto. Vedi sulla perdita di valore che la procedura di liquidazione arreca ai creditori STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp.188-189: "Tale perdita assume due forme: a) distruzione di valore dovuto all'incertezza sulla gestione e le sorti dell'impresa nella fase che va dall'apertura della procedura alla riallocazione dell'impresa sul mercato...b) insufficiente realizzo del valore del patrimonio dovuto alla necessità di passare attraverso una vendita per contanti ( o assimilati) a terzi e alla sostanziale impossibilità di fornire all'acquirente approfondite informazioni e adeguate garanzie sull'effettivo valore di quanto acquista, con la conseguenza che è più facile ( e meno) distruttivo vendere beni il cui valore è facilmente accertabile (ad esempio immobili) rispetto a beni il cui valore è incerto. È infatti noto che la vendita di un'azienda (o di una partecipazione sociale, il che ai nostri fini è lo stesso) si incentra su due momenti chiave: a) la creazione di informazioni sul valore del bene acquistato mediante un processo di due diligence, b) la prestazione di garanzie contrattuali che compensino l'acquirente se il bene si riveli in seguito di valore inferiore a quanto

Largo spazio quindi alle soluzioni concordate della crisi con il nuovo concordato preventivo in Italia, la *procedure de sauvegarde* in Francia, l'*administration* nel Regno Unito, l'*Insolvenzverfahren* in Germania, il *concurso* in Spagna.

Modelli che prendono spunto dalla *corporate reorganization* americana<sup>50</sup> forse nel momento storico in cui il Chapter 11 subisce le accuse più forti dalla nutrita schiera di detrattori che ne chiede la rimozione in patria.

Secondo Baird e Rasmussen tre fattori devono sussistere perchè abbia un senso la procedura di *reorganization*: 1) il business vale ancora come *going concern*, 2)

---

era stato pattuito. Orbene, nè l'una nè le altre sono agevoli in una vendita effettuata nell'ambito di una liquidazione: la *due diligence* si basa su un volontario trasferimento di informazione fra i vecchi proprietari e i possibili acquirenti che è altamente problematico laddove i proprietari non collaborino e d'altro canto per il curatore è difficile fornire garanzie contrattuali sul valore di quanto venduto o accettare pagamenti dilazionati dipendenti dal successivo andamento dell'attività. Ne consegue che le offerte di acquisto dell'azienda scontano inevitabilmente il rischio dell'incertezza e non è un caso che spesso l'unica offerta di acquisto dell'azienda provenga, direttamente o indirettamente, dagli stessi proprietari dell'impresa in crisi, che sono i soli ad avere informazioni complete sul suo valore. È inoltre dimostrato che non necessariamente colui che potrebbe avanzare l'offerta più alta, essendo il miglior imprenditore, è in grado di reperire liquidità sufficiente all'acquisto, con la conseguenza che l'aggiudicazione non avviene al miglior offerente teorico, ma a colui che concretamente è in grado di trovare fondi ( e che può avere offerto una somma significativamente inferiore)".

<sup>50</sup> Per una lettura del modello americano filtrata dalle pagine di Roe vedi il recente contributo di GUERRERA-MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di riorganizzazione*, Riv. Soc., 2008, pp.21-22: "Ora quando la proposta di concordato non ha un carattere puramente solutorio e/o liquidativo, ma presenta i caratteri di un vero e proprio piano di riorganizzazione della società ' in crisi o insolvente, gli interessi in gioco diventano molteplici (della società, dei soci, dei finanziatori, dei creditori, dei terzi interessati) e le forme della loro conciliazione si fanno assai complesse. La *corporate reorganization* rappresenta infatti una sorta di vendita virtuale dell'impresa a favore dei soggetti – a vario titolo e in vario grado- interessati dalla crisi o dalla insolvenza, che viene effettuata sulla base di una transazione sul valore futuro della società ristrutturata. La legge affida questo obiettivo ad un processo di composizione negoziale e giudiziale articolato in diverse fasi (proposta, pareri, esame, comunicazione, approvazione, omologazione) e imperniato sull'esigenza di monitorare e regolare i trasferimenti di valore destinati a prodursi per effetto del concordato, nel rapporto con e/o tra i creditori e i terzi partecipanti all'operazione. Nell'esperienza statunitense non a caso la negoziazione fra soci e creditori –più in particolare fra management e azionisti di comando da una parte e obbligazionisti, investitori e finanziatori dall'altra- mira a fissare sul presupposto di un dato rapporto fra il *going concern value* e il *liquidation value* dell'impresa, il criterio di ridefinizione dei diritti su e/o verso di essa rappresenta lo snodo cruciale di ogni *reorganization plan*. Dinanzi alle obiettive difficoltà del mercato di riconoscere e assegnare un adeguato valore alle attività e al potenziale economico delle società in crisi, che si manifesta con l'assenza di acquirenti disponibili a rilevare l'intera azienda e con il crollo del prezzo dei titoli, il dilemma *Liquidation vs. Reorganization* è destinato a risolversi –nell'interesse dei creditori- con un accordo globale sul riassetto della società e sul trattamento degli aventi diritto, concluso sotto la sorveglianza della corte e la minaccia dell'applicazione di rimedi coercitivi, per l'ipotesi in cui alcuna delle categorie interessate mirasse a ritrarre da esso vantaggi indebiti o assumesse una posizione di irragionevole intransigenza".

gli investitori non riescono a coordinarsi nel risolvere il *distress* finanziario del debitore e devono affidarsi al foro collettivo rappresentato dal Chapter 11, 3) il business non può essere facilmente ceduto sul mercato come *going concern*.

Sul primo punto i due autori, affidandosi alla riflessione di Coase per cui si ha *surplus* da *going concern* se gli *assets* hanno maggior valore all'interno dell'impresa piuttosto che in una cessione sul mercato<sup>51</sup>, notano come statisticamente tale *surplus* scarseggi nelle riorganizzazioni degli ultimi anni.

Sul secondo punto rilevano che il Chapter 11 assolve la funzione di sopperire alla mancanza di coordinamento dei creditori fuori dall'arena fallimentare.

Nella visione dei due studiosi oggi i contratti di investimento allocano *ex ante* i diritti di controllo svuotando di importanza il Chapter 11<sup>52</sup>.

Sul terzo punto segnalano il forte incremento statistico dei *going-concern sales*.

Baird e Rasmussen concludono che essendo rarissimi i casi di coesistenza di tutti e tre i fattori viene meno la ragione di vita nel sistema della *reorganization*.

---

<sup>51</sup> BAIRD-RASMUSSEN, *The End of Bankruptcy*, 2003: "A Chapter 11 petition raises the question whether the assets that legally belong to this firm should remain with this firm. Coase asked the question of what explained whether a transaction would be located in a firm or in the market. In the same spirit, reorganization law ought to begin by ascertaining the value of keeping particular assets together inside a given firm. We have a going concern surplus (the thing the law of corporate reorganization exists to preserve) only to the extent there are assets that are worth more if located within an existing firm. If all the assets can be used as well elsewhere, the firm has no value as going concern". Ulteriori riflessioni in BAIRD, *Elements of Bankruptcy*, 2006, p.235: "The absence of going-concern value makes Chapter 11's traditional role increasingly irrelevant. And there has been another change. Compared to creditors of distressed businesses in an earlier era, creditors today (ranging from banks and other financial institutions to universities, mutual funds and hedge funds) increasingly tend to be professional investors willing to forgo a market sale in order to recapitalize the debtor through a stand-alone reorganization. The more sophisticated the investors and the more promptly they can reach agreement on a plan of reorganization, the less tolerant they will be of imperfections in the market for sale of the business as a going concern. The players in a large corporate reorganization, even those that most resemble the 19<sup>th</sup> century railroad, no longer see a Hobson's choice between a sale in an illiquid market or a costly reorganization. Instead, they see the choice as one between selling the business to other investors in a developed, but not perfect market or keeping it themselves in a proceeding that has become cheaper and easier in control over time".

<sup>52</sup> BAIRD-RASMUSSEN, *The End of Bankruptcy*, 2003: "Control rights are allocated among investors in any given enterprise through various investment contracts. If these rights are allocated sensibly, the shutdown decision will reside in the hands of those with the best information and the appropriate incentives to exercise it correctly. If the transactions costs associated with such contracting are low enough, we once again have no need for a law of corporate reorganizations as traditionally understood".

Lynn Lo Pucki in un recente studio<sup>53</sup> ricostruisce lo scetticismo dei mercatisti che avversano i processi di *reorganization* e dati empirici alla mano suggerisce loro di riconsiderare le proprie posizioni.

Negli anni 80 la vendita di *large public companies* diventa un rito che ispira una schiera di fallimentaristi i quali si chiedono se analogamente non possano essere messe in vendita società insolventi, individuando nel mercato un'alternativa alla valutazione dei giudici. Jackson<sup>54</sup> e Jensen<sup>55</sup> intercettano questo filone di pensiero, il primo rilevando che “non sussistono ragioni per cui il Chapter 7 non possa essere utilizzato come veicolo per perfezionare una vendita come *going concern*”, il secondo arrivando a proporre l'eliminazione di ogni forma di *reorganization* e l'introduzione di aste obbligatorie nelle procedure fallimentari.

Nella visione dei mercatisti se le società in *distress* riescono a vendere il business a prezzi equi con *deals in cash*, scompaiono i problemi legati all'indebitamento eccessivo e alla mancata liquidità. Se sussistono i requisiti per tali vendite, le corti fallimentari hanno il potere di autorizzare tali vendite *free and clear*, cancellando ogni debito connesso.

Visto che i debiti non accompagnano il *business*, non possono pregiudicarne le future attività. L'acquirente paga il prezzo in *cash*, azzerando il problema della mancata liquidità del debitore. Il *cash* pari al valore pieno della società è quindi immediatamente disponibile per il pagamento dei debiti secondo le regole dell'APR (*absolute priority rule*). Ora, nota criticamente Lo Pucki, questo sistema assume che l'acquirente sia sufficientemente liquido per spendere tali cifre e i mercatisti dimenticano che l'acquirente mette in circolo tale liquidità solo in cambio di un ritorno sull'investimento: ritorno che solo una *reorganization* può garantire.

Se unanimemente schierati a favore delle valutazioni del mercato contro quella dei giudici, gli autori che si sono succeduti a Jackson e Jensen si sono

---

<sup>53</sup> LO PUCKI-DAHERTY, *Bankruptcy Fire Sales*, Michigan Law Review, 2007

<sup>54</sup> JACKSON, *The Logic and the Limits of Bankruptcy Law*, 1986

<sup>55</sup> JENSEN, *Corporate Control and the Politics of Finance*, Applied Corporate Finance, 1991, p.13 e 31-32

distinti per elaborazioni originali che ricordano una stagione fervida di teorie alternative alla *reorganization*.<sup>56</sup>

#### 10. Proprietà concentrata/diffusa e Debito concentrato/diffuso

Uno studio di Armour, Cheffins e Skeel<sup>57</sup> affronta il tema della correlazione fra gli assetti proprietari e la struttura del debito. Le società a proprietà concentrata tendono ad avere come interlocutori nel finanziamento un solo soggetto (“debito concentrato”, che sia una singola banca o un *pool* di banche) oppure tendono a indebitarsi sul mercato (“debito diffuso”? E viceversa società a proprietà diffusa scelgono l’opzione del debito concentrato o diffuso?

In presenza di forti azionisti di controllo, si riducono i costi di agenzia (monitoraggio sui *managers*), ma crescono i costi di agenzia del debito ossia la possibilità che tali azionisti estraggano valore aumentando i rischi dell’impresa o intraprendendo azioni che beneficiano solo loro a danno dei creditori.

Se i creditori sono diffusi, i soliti problemi di azione collettiva condizionano il loro monitoraggio sui costi di agenzia del debito. I creditori diffusi falliscono nel monitoraggio perché la porzione di debito sottoscritta è minima o perché sperano di beneficiare gratis dell’attivismo degli altri (*free riding*).

In breve la combinazione di proprietà concentrata e di debito diffuso provoca un forte innalzamento dei costi di agenzia del debito. Ciò nonostante questi

---

<sup>56</sup> Sintetizzano il credo dei vari studiosi *market-oriented* LO PUCKI-DAHERTY, *Bankruptcy Fire Sales*, 2007. Su Baird, *Revisiting Auctions in Chapter 11*, 1993: “Professor Baird stopped short of claiming that distressed companies could be routinely sold at auction for market values”. Su Mark Roe, *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, 1983: “Proposing that bankruptcy courts value reorganizing firms by offering 10% of their shares in public markets and extrapolating the value obtained to the remaining 90%”. Su Adler e Ayres, *A Dilution Mechanism for Valuing Corporations in Bankruptcy*, 2001: “Proposing that the bankruptcy courts value reorganizing firms by requiring claimants to submit their personal supply and demand schedules for all quantities of securities that might be issued and then determining the point or points at which the markets would clear”. Su Aghion, Hart e Moore, *Improving Bankruptcy Procedure*, 1994: “Proposing that the bankruptcy courts value reorganizing firms by soliciting both and noncash bids for the companies and allowing the claimants to choose among them by majority vote.

<sup>57</sup> ARMOUR-CHEFFINS-SKEEL, *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law in the US and the UK*, 2004

possono essere ridotti da appositi termini inclusi nel contratto (*debentures*) che pongono restrizioni nella distribuzione dei dividendi e si assicurano che il *cash flow* sia sempre superiore ai debiti contratti. I *bond agreements* contengono in genere la figura del *trustee* che monitora per conto dei *bondholders*. In un certo senso il *trustee* replica il ruolo di monitoraggio perfezionato dalle banche (titolari di debito concentrato), ma con meno successo.

Le società a proprietà concentrata preferiranno quindi farsi finanziare dalle banche che vantano superiori capacità di monitoraggio (proprietà e debito concentrati).

Il monitoraggio attivo è meno rilevante invece per le società a proprietà diffusa perché i costi di agenzia del debito saranno inferiori in assenza di un gruppo di azionisti di controllo.

La combinazione di proprietà diffusa e debito concentrato accresce i rischi di espropriazione di rendita da parte dei creditori che possono tessere accordi con i *managers* garantendogli benefici in cambio di interessi sopra la media.

Gli autori spiegano che non sempre però la proprietà diffusa stride con fenomeni di intermediazione bancaria. Nel caso di *distress* finanziario il coordinamento sarà migliore in presenza di debito concentrato che eviterà la liquidazione di imprese funzionanti e la continuazione di imprese non meritevoli.

In sintesi le decisioni sulla struttura del capitale rifletteranno un *trade-off* fra i costi di agenzia del debito da una parte e costi superiori del finanziamento bancario dall'altra.

In società a proprietà concentrata i costi di agenzia del debito assumono notevole priorità, valorizzando il ruolo del debito concentrato. In caso di proprietà diffusa invece la minore importanza assegnata ai costi di agenzia del debito e il costo inferiore rappresentato dal debito emesso sul mercato daranno largo spazio a quest'ultima soluzione.

Un appunto finale sul ruolo dei *managers* nella dicotomia assetti proprietari/debito.



I sistemi a proprietà e debito concentrato tendono a rimpiazzare i *managers* in situazioni di crisi di impresa per via del monitoraggio operato dai creditori sugli azionisti di controllo mentre i sistemi a proprietà e debito diffuso lasciano ampio spazio di libertà di manovra ai *managers* conservando loro il ruolo di protagonisti in sede di riorganizzazione.

# **CAPITOLO**

# **SECONDO**

## CAPITOLO SECONDO

### MERCATO DEL CONTROLLO NELLA CRISI DI IMPRESA IN ITALIA TRA RIORGANIZZAZIONI NOVATIVE E OPERAZIONI DI SALVATAGGIO EX ART. 106 TUF

1. Concordato fallimentare: legittimazione allargata, assuntore, cessione delle revocatorie e riallocazione dell'impresa in crisi

Una delle novità più significative della riforma del concordato fallimentare è la fine del monopolio del fallito sulla proposta di concordato, che può ora essere presentata anche da uno o più creditori o da un terzo.

Il concordato fallimentare subisce così una mutazione genetica che lo trasforma da “strumento riservato al fallito per la chiusura della propria posizione debitoria” in “tecnica di chiusura della procedura alternativa alla liquidazione”.<sup>1</sup>

La modifica all'art. 124 della legge fallimentare d'altronde risponde alla filosofia della riforma che vede i nuovi concordati (fallimentare e preventivo) come piani di regolazione dell'insolvenza, di gestione della crisi, di riorganizzazione dell'impresa finalizzati “a sostituire al risultato aleatorio della liquidazione forzata fallimentare una sorta di transazione collettiva”.<sup>2</sup>

L'iniziativa della proposta di concordato fallimentare, a differenza che nel concordato preventivo, può quindi essere assunta da qualsiasi interessato e l'ampliamento della cerchia dei soggetti legittimati a formulare la proposta rappresenta un indice del *favor* per la soluzione concordataria.

---

<sup>1</sup> STANGHELLINI, *Proposta di concordato*, commento sub art. 124, in *Il nuovo diritto fallimentare*, a cura di Jorio e Fabiani, Bologna, 2007, p.1949.

<sup>2</sup> GUERRERA, *Le soluzioni concordatarie*, in *Diritto Fallimentare – Manuale Breve* a cura di Piras, Milano, 2008, p.135.

Terzi e creditori hanno piena libertà di iniziativa, non incontrando alcuna limitazione temporale mentre il fallito (o società da questi partecipata o controllata) può presentare la proposta di concordato non prima di un anno dalla dichiarazione di fallimento e non oltre due anni dopo il decreto di esecutività dello stato passivo.

Tale previsione restrittiva nei confronti del fallito si giustifica con l'intento di incentivarne l'accesso al concordato preventivo in cui l'imprenditore conserva la legittimazione esclusiva alla proposta.

Un ulteriore elemento che concorre a facilitare la soluzione concordataria è l'eliminazione di una serie di poteri ostativi in precedenza previsti in capo agli organi della procedura.

È venuta meno la funzione di controllo preliminare di merito del giudice delegato, il quale oggi si limita ad acquisire il parere del curatore e quello (favorevole) del comitato dei creditori, a valutare la ritualità della proposta e a ordinare che la stessa, unitamente ai suddetti pareri, venga comunicata ai creditori.

Al tribunale invece è sottratto, in sede di omologazione, ogni sindacato sulla convenienza della proposta tutte le volte in cui non vi siano opposizioni, dovendo semplicemente verificare la regolarità della procedura e l'esito della votazione.

Per quanto riguarda il contenuto della proposta di concordato, l'art. 124 comma 2 stabilisce che essa può prevedere :

- a) la suddivisione dei crediti in classi secondo posizione giuridica ed interessi economici omogenei
- b) trattamenti differenziati fra creditori appartenenti a classi diverse, indicandone le ragioni
- c) la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito.

In molti casi la proposta di concordato segue l'impostazione tradizionale del pagamento a percentuale o dilazionato dei creditori o della cessione dei beni ai creditori.

A volte però assume un contenuto più complesso, specie nei casi in cui per la prosecuzione dell'attività devono essere attuate operazioni di ristrutturazione societaria.

La vasta gamma degli interventi si estende dalla rinegoziazione dei debiti, anche mediante emissione di obbligazioni ordinarie o convertibili e di altri strumenti finanziari, alla ricapitalizzazione della società a opera dei soci o di terzi, alla conversione dei debiti in capitale mediante sottoscrizione riservata ai creditori, alla fusione della società insolvente con altra società dotata di mezzi adeguati, allo scorporo dell'azienda e alla scissione.

Il concordato può inoltre prevedere l'intervento di un soggetto diverso dal fallito (terzo o creditore) che assume le obbligazioni nascenti dal patto di concordato a fronte della cessione in suo favore del totale o di una parte dell'attivo fallimentare.

La figura dell'assuntore in realtà non è più espressamente menzionata all'art. 124 e vanno operati dei *distinguo* per evitare equivoci terminologici.

“Non esiste infatti necessaria coincidenza fra il soggetto che propone il concordato e l'assuntore. Proponente è per definizione colui che formula ai creditori la proposta di concordato mentre assuntore è colui che per effetto della proposta diviene (in via cumulativa o esclusiva) obbligato ad eseguire le prestazioni promesse ai creditori concorsuali”.<sup>3</sup>

Si potranno quindi avere le seguenti varianti in caso di concordato con assunzione:

- a) il fallito propone un concordato con un terzo come assuntore
- b) un terzo propone un concordato con se stesso come assuntore
- c) un terzo propone un concordato con un ulteriore terzo come assuntore.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> STANGHELLINI, op.cit., p. 1959

<sup>4</sup> Opera questo attento *distinguo* STANGHELLINI, ivi, p.1959

Ciò che interessa chi presenta la proposta di concordato (che sia il fallito, un creditore o un terzo) è il destino dell'attivo fallimentare, non solo quello accertato, ma anche quello atteso che potrà ricavarsi a seguito delle azioni processuali.

La cessione delle revocatorie ( e delle azioni di massa), tema da sempre connesso alla figura dell'assuntore, è di recente tornato di attualità con la modifica degli artt. 106 e 124.

Il legislatore della riforma ha infatti affiancato alla tradizionale cessione delle revocatorie all'interno del concordato, la possibilità di una cessione autonoma delle stesse in sede di liquidazione dell'attivo, creando un potenziale mercato delle revocatorie.

La pretesa revocatoria si sarebbe così trasformata da “strumento rigidamente ancillare del processo di fallimento a elemento potenziale dell'attivo, suscettibile di essere valorizzato in qualsiasi modo nell'interesse dei creditori: cioè anche attraverso il suo realizzo pecuniario o il suo conteggio forfetario rispettivamente nell'ambito di una vendita autonoma o di un concordato fallimentare”.<sup>5</sup>

La figura dell'assuntore rivisitata alla luce della legittimazione allargata a terzi/creditori nella proposta e della cedibilità generalizzata delle revocatorie può essere una chiave di lettura importante per capire se è possibile parlare in Italia di un mercato del controllo nella crisi di impresa.

Mercato del controllo che vuol dire riallocazione, trasferimento a terzi delle imprese in crisi e non mera cessione degli *assets*. Non a caso con un gioco di parole di recente si è parlato di un “mercato delle imprese in crisi” per indicare ipotesi di mutazione degli assetti proprietari del soggetto insolvente e di “mercato delle crisi di impresa” per designare ipotesi di monetizzazione di compendi patrimoniali del debitore.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> GUERRERA, *Aspetti problematici della nuova disciplina del concordato fallimentare*, Il Fallimento 9/2008, p. 1088. Per una letteratura recente sul punto vedi TARZIA, *La cessione delle azioni revocatorie prima e dopo la riforma*, in Il Fallimento 8/2008; BRIGUGLIO-GUERRERA, *La cessione autonoma delle azioni revocatorie: problemi (processuali e sostanziali) e proposte di soluzione*, in Dir.Fall. 2009; VATTERMOLI, *La cessione delle revocatorie*, in Giur.Comm. 2009.

<sup>6</sup> Distinzione operata da JORIO, in *Il nuovo diritto delle crisi di impresa*, Milano, 2009, p.250. Su questi profili da ultimo vedi anche PATTI, *Crisi di impresa e ruolo del giudice*, 2009, che rileva come “la concorrenza di più soggetti legittimati (e pertanto di una pluralità di proposte) suscita una

Il ruolo del terzo assuntore/investitore è stato colto da autori attenti alle nuove contaminazioni del diritto societario con l'universo delle procedure concorsuali:

“La funzione di riallocazione del valore si apprezza in particolar modo nelle operazioni di ristrutturazione societaria collegate alla proposta di concordato in cui l'interesse dei creditori –in astratto configgente- si intreccia e si concilia sia con quello dei soci a conservare una qualche partecipazione nell'impresa (o a realizzarne il valore residuo dismettendola) sia con quello dei nuovi investitori o finanziatori a scommettere sulla valorizzazione dell'azienda o dei beni sociali. È possibile infatti che si determini un mutamento degli assetti imprenditoriali in conseguenza dell'intervento di un terzo, in veste di assuntore o compartecipe al processo di riorganizzazione”.<sup>7</sup>

Da Parmalat in poi la via italiana alla ristrutturazione societaria nella crisi di impresa sembra passare per la figura dell'assuntore che a volte coincide con il soggetto insolvente, a volte con i creditori originari, a volte infine con terzi investitori.

Ai fini del nostro scritto rileva capire se nel concordato con il terzo proponente-assuntore il trasferimento del patrimonio del debitore a un nuovo centro soggettivo di imputazione realizzi o meno un'ipotesi di trasferimento del controllo.<sup>8</sup>

---

contendibilità dell'impresa fallita, coerente con una concezione della procedura concorsuale come possibile occasione di riallocazione produttiva dei valori aziendali, con la creazione di un nuovo mercato delle imprese decotte”.

<sup>7</sup> GUERRERA, *Il concordato fallimentare nella riforma: novità, problemi, prospettive anche alla luce del decreto correttivo*, in *Dir. Fall.*, 2007, p.820. L'autore definisce come “riorganizzazione novativa” le ipotesi di trasferimento dell'impresa all'assuntore in GUERRERA-MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di riorganizzazione*, in *Riv.Soc.* 2008, p. 26.

<sup>8</sup> Per riflessioni in tal senso vedi la recente monografia di FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, 2009, p.392: “Poiché l'iniziativa del proponente non è normalmente quella del buon samaritano ma al contrario quella dello speculatore, per fini più o meno nobili od egoistici, è necessario trovare dove si annida l'interesse del proponente a stipulare un accordo con i creditori. Se l'interesse del proponente è quello di concludere un affare vantaggioso acquisendo le attività fallimentari, ecco allora che il corrispettivo della espromissione parrebbe dover essere rappresentato dal trasferimento del pacchetto delle attività o, ancor meglio, dal possibile trasferimento del controllo sulla titolarità dell'impresa”.

Lo realizza forse con modalità formali diverse da quelle previste nel diritto nordamericano. Negli USA il controllo viene ceduto sul versante creditorio (si trasferiscono crediti sofferenti che cumulati assegnano un potere di dominio sul processo di riorganizzazione) mentre da noi avverrebbe l'esatto contrario.

Nelle ipotesi di ristrutturazione italiana non sono i crediti a essere ceduti, è il debito che viene traslato con modalità di accollo a un investitore che con una scatola societaria creata *ex novo*, beneficiaria dell'attivo del debitore, soddisfa i creditori originari, attestandosi come nuovo titolare del controllo di un'impresa sorta dalle ceneri di quella pregressa.

Chi sottolinea la natura di "affare" dell'operazione condotta dal terzo proponente-assuntore non può che individuare in tali modalità di ristrutturazione il perfezionamento di un'acquisizione volontaria del controllo e non una mera operazione di salvataggio ex art. 106 TUF.<sup>9</sup>

Una tale visione renderebbe avvicinati l'universo delle soluzioni italiane e nordamericane, formalmente diverse ma funzionalmente identiche.

Formalmente diverse perché la riallocazione del controllo ai terzi nelle riorganizzazioni americane si perfeziona senza filtri (dal soggetto insolvente ai cessionari dei crediti sofferenti) mentre in quelle italiane avviene con un passaggio mediato (costituzione di *newco*, assunzione del debito, cessione dell'attivo, pagamento dei creditori).

Funzionalmente identiche perché al di là della loro vestizione, entrambe le soluzioni realizzano un trasferimento dell'impresa in crisi a un soggetto terzo.

Se il rinnovato art. 124 apre a un mercato del controllo nella crisi di impresa da un'angolazione diversa rispetto a quello nordamericano, l'art. 127 sembra riportare lo studioso sui binari conosciuti dal Chapter 11.

---

<sup>9</sup> In tal senso FABIANI, op.cit., p.399: "La proposta del terzo è quella di chi intende concludere un 'affare' ed il fatto che ciò possa accadere solo nell'ambito di un procedimento giudiziario è una circostanza non decisiva se vista nell'interesse del terzo. Poiché la proposta del terzo può assumere il valore della proposta di chi vuole acquisire il controllo di una impresa, è alla regolamentazione del mercato che bisogna guardare".



Legittimare al voto potenziali cessionari di crediti come banche e intermediari finanziari significa aprire una breccia in favore di un mercato dei crediti all'interno del concordato.<sup>10</sup>

È opportuno sottolineare come la previsione dell'art. 127 nulla abbia a che fare con l'art. 233 che proibisce il mercato del voto.

Una cosa sono le cessioni di crediti che incorporano il voto, ben altro le ipotesi penalmente rilevanti in cui “il creditore stipula col fallito o con altri nell'interesse del fallito vantaggi a proprio favore per dare il suo voto nel concordato o nelle deliberazioni del comitato dei creditori”.

Se la lettura dei novellati artt. 124 e 127 consente di parlare di trasferimento del controllo in sede di insolvenza anche nell'ordinamento italiano, sarebbe opportuno interrogarsi sull'applicazione a tali operazioni delle esenzioni di cui all'art. 106 TUF.

Una breve cronistoria delle operazioni di salvataggio che si sono succedute negli ultimi 15 anni può fornirci spunti ulteriori di riflessioni.

---

<sup>10</sup> Per una breve riflessione sul comma 7 dell'art. 127 vedi nella recente manualistica NIGRO-VAT'ERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, 2009, p.291: “L'esclusione dei cessionari dal novero dei soggetti legittimati al voto sembrerebbe essere indipendente dalla forma o evento giuridico che ha portato alla cessione ... prevedendosi unicamente un'eccezione di tipo, se si vuole, soggettivo. Tale eccezione sembra giustificarsi con il riconoscimento, da parte del legislatore, del ruolo di primo piano che le banche (e più in generale gli intermediari finanziari) svolgono nell'ambito della soluzione negoziata della crisi: l'idea è che le banche, con la loro capacità di valutare il rischio di credito e di sostenere finanziariamente piani di risanamento o di cessione controllata degli *assets* dell'impresa in crisi, sono soggetti pressoché indispensabili per il buon esito della soluzione concordatari, ciò che appunto giustifica la disciplina di favore per essi”.

Sull'importanza di tale previsione normativa nell'ottica della creazione di un mercato del debito *non performing* vedi STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p.310: “E' anche in funzione del ruolo positivo svolto nella mobilitazione dei crediti in sofferenza, o *non performing*, nell'interesse di tutti i creditori e della generale efficienza del mercato, che la legge italiana, nella recente riforma, ha rimosso il divieto di voto nel concordato fallimentare precedentemente previsto a danno di chi aveva acquistato i crediti dopo la dichiarazione di fallimento, quando l'acquirente abbia natura di banca o intermediario finanziario in genere”.

## 2. Operazioni di salvataggio ed esenzioni ex art. 106 TUF

Partiamo dal dato normativo che interessa le *rescue operations* in Italia.

Il comma 5 dell'art. 106 del TUF recita:

“La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3 lett. B), non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo o sia determinato da:

- a) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi;
- b) trasferimento dei titoli previsti dall'art. 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione;
- c) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente;
- d) operazioni di carattere temporaneo;
- e) operazioni di fusione o di scissione;
- f) acquisti a titolo gratuito”.

L'art. 49 del Regolamento Emittenti della Consob integra i requisiti necessari per l'esenzione:

“1. L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico se:

- a) un altro socio, o altri congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- b) è compiuto tramite sottoscrizione di un aumento di capitale in presenza di un piano di ristrutturazione del debito di una società quotata in crisi, comunicato alla Consob e al mercato;
- c) la partecipazione è acquisita a seguito di trasferimento fra società in cui lo stesso o gli stessi soggetti dispongono, anche congiuntamente e indirettamente tramite società controllata ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n.1) del codice civile, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea straordinaria o è acquisita a seguito di trasferimento tra una società e tali soggetti;

d) il superamento della soglia è determinato dall'esercizio dei diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti;

e) la soglia del trenta per cento è superata per non più del tre per cento e l'acquirente si impegna a cedere le azioni in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto;

f) è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate, in base ad effettive e motivate esigenze industriali, con delibera assembleare della società le cui azioni dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta.

## 2. L'acquirente:

a) nel caso previsto dalla lettera a) comunica alla Consob e al mercato l'inesistenza di accordi o programmi comuni con gli altri soci ivi previsti;

b) nel caso previsto dalla lettera b) comunica alla Consob e al mercato lo stato di attuazione del piano nei tempi stabiliti dalla Consob, e comunque su base trimestrale, e ogni variazione della sua partecipazione;

c) nel caso previsto dalla lettera e), se non osserva l'obbligo di alienazione, promuove l'offerta al prezzo più alto risultante dall'applicazione dell'articolo 106, comma 2, del Testo unico ai dodici mesi precedenti e successivi all'acquisto".

Il legislatore dei mercati finanziari si è preoccupato di escludere l'acquirente dei titoli di una società quotata in crisi dall'obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto ai sensi della lettera a) comma 5 dell'art. 106 TUF quando abbia acquisito detti titoli in esecuzione di un piano di risanamento.

L'esenzione di cui alla lettera a) del comma 5 dell'art. 106 è stata introdotta, avendo come riferimento la crisi del Gruppo Ferruzzi verificatasi nel 1994.

In quella vicenda le banche impegnate nel salvataggio del gruppo avevano raggiunto una partecipazione nella società Ferfin che avrebbe comportato obblighi di opa.

La Consob aveva tuttavia escluso l'obbligo di opa sulla base della considerazione che l'intervento delle banche non era diretto all'acquisto del controllo, bensì al recupero dei crediti nei confronti del gruppo, come emergeva

da una valutazione globale degli accordi presi dalle banche nell'ambito del piano di ristrutturazione.

La decisione è stata criticata in quanto motivata più con esigenze di carattere politico-economico che giuridico alla luce della considerazione che la legge previgente non attribuiva alcun potere alla Consob di stabilire casi di esenzione.<sup>11</sup>

Il caso Ferruzzi ha quindi ispirato il legislatore nel prevedere l'esenzione per le operazioni di salvataggio mentre l'art. 49 comma 1 lett. b) del Regolamento

---

<sup>11</sup> Per una rilettura originale in chiave economica della ristrutturazione del Gruppo Ferruzzi, quale esempio di allocazione inefficiente del controllo in sede di crisi di impresa, è opportuno rimandare allo studio di PENATI-ZINGALES, *Efficiency and Distribution in Financial Restructuring: The Case of the Ferruzzi Group*, 1997.

Il 4 giugno 1993 il Gruppo Ferruzzi sconvolge la comunità finanziaria annunciando di non essere in grado di far fronte ai propri debiti. Con quasi 20 miliardi di debiti sulle spalle il Gruppo è sull'orlo del baratro. Otto mesi dopo la ristrutturazione del Gruppo è perfezionata dando vita a un *turnaround* che ha del miracoloso. La ristrutturazione finanziaria è ideata da un comitato di cinque banche guidato da Mediobanca.

Il Gruppo esce dalla situazione di *distress* con una ristrutturazione stragiudiziale che si conclude con un *debt for equity swap*: i creditori originari rimpiazzano i vecchi soci portando un nuovo *management*.

I due autori sostengono che la ristrutturazione non sia stato un successo, avendo favorito i grandi creditori a danno dei piccoli.

In presenza di larghi benefici privati del controllo una conversione dei crediti in azioni può condurre a un'allocazione inferiore della proprietà.

L'idea è semplice: nel momento in cui ottengono il controllo tramite un *debt for equity swap* i grandi creditori possono appropriarsi del valore dei benefici privati senza dividerlo con gli altri creditori. Al contrario se la società in crisi è venduta all'asta al miglior offerente il ricavato viene distribuito tra tutti i creditori in proporzione alla loro esposizione. Il diverso risultato dato dalle due opzioni può portare i grandi creditori ad avversare la soluzione di vendita all'asta anche quando questa è la più efficiente.

Penati e Zingales portano un esempio per supportare la loro tesi.

Si consideri una società con un solo grande creditore che vanta un credito pari a 60 e con molti piccoli creditori che collettivamente vantano un credito di 40. La società è attualmente in crisi e l'unico ruolo della procedura concorsuale è di allocare il controllo della società. Ci sono tre investitori potenziali interessati alla società. Uno di loro è il grande creditore che in caso di titolarità della gestione genererà un *security value* di 50 (cash flow verificabile che può essere distribuito fra tutti i soci) di cui ne godrà 40 in benefici privati del controllo. Gli altri due potenziali acquirenti non godono di benefici privati del controllo, ma sono capaci di generare 100 in *security value* se viene loro concessa la gestione.

La soluzione efficiente vuole che la proprietà passi in capo a uno dei due acquirenti, entrambi in grado di valutare di più la società. Se si instaura un'asta, la proprietà verrà assegnata a uno dei due che pagherà 100 per la società, pagando integralmente i creditori (60 e 40).

Si consideri adesso un caso di *debt for equity swap*. Convertendo il suo credito il grande creditore ottiene il 60% delle azioni, catturando il 60% dei *security benefits* che genera più l'intero valore del controllo per un totale di 70. Essendo 70 più di 60, il grande creditore-neo azionista preferirà questa alternativa, facendo in modo che l'asta non abbia luogo. Nell'asta infatti i benefici privati del controllo vengono monetizzati e devono essere condivisi con gli altri creditori.

Emittenti in attuazione dell'art. 106 comma 5 lett. a) del TUF ha determinato i requisiti soggettivi e oggettivi necessari perché operi l'esenzione in commento.

Per quanto riguarda i requisiti soggettivi e, più precisamente, chi possa sottoscrivere l'aumento di capitale per poter ricadere nell'ambito di applicazione della norma, la Consob ha ritenuto opportuno non limitare l'esenzione solo all'intervento delle banche creditrici delle società in crisi, ma estenderla anche alle situazioni che vedono intervenire un imprenditore interessato ad acquisire la società.<sup>12</sup>

Con riferimento ai requisiti oggettivi, è stato chiarito che l'applicabilità dell'esenzione è subordinata al ricorrere di tre specifici presupposti, cioè lo (i) lo stato di crisi di una società quotata, (ii) la predisposizione di un piano di ristrutturazione del debito comunicato alla Consob e al mercato, (iii) l'acquisto della partecipazione rilevante compiuto attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale finalizzato al salvataggio della società quotata in crisi.

---

<sup>12</sup> In tal senso, con interpretazione estensiva delle esenzioni, ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'opa obbligatoria*, Padova, 2005, pp. 202-203: "La Consob nel fissare le modalità di intervento manifesta un naturale e condivisibile favore per le iniziative di risanamento non rendendo angusto il loro avvio; si astiene dall'introdurre elementi di selezione soggettivi o qualitativi e in specie non indicando chi si possa rendere parte attiva del piano né i requisiti cui questa debba rispondere, riconosce un'ampia libertà di manovra a tutti i potenziali interessati. Dunque chi si incarica di un salvataggio per beneficiare della deroga deve limitarsi a prevedere che l'assunzione della partecipazione qualificata derivi da nuovi conferimenti di capitale di rischio, poiché risulta escluso dall'esenzione il superamento della soglia da cessione di azioni seppur questa sia contemplata in un piano di risanamento. Non rileva, ancora, che l'acquisto sia compiuto da soggetti qualificati, o comporti un'incontendibilità stabile, ammettendosi che chi si attiva non debba necessariamente essere animato da un fine prevalentemente recuperatorio dei propri crediti, con la conseguente possibilità di conservazione della posizione di forza acquistata senza alcun limite temporale. Pertanto la iniziativa ben potrà essere avviata da chi non era *ab origine* creditore della società ma abbia acquistato diritti nei confronti di quella al fine di beneficiare dell'esenzione poiché nulla osta a che la facoltà venga esercitata da chi non era parte originaria del rapporto da cui scaturì il debito. Il piano, ancora, non dovrà prevedere una conversione dei crediti in capitale, benché questa possa essere l'ipotesi più frequente in caso di salvataggi bancari strutturati secondo le indicazioni delle istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia. Nel silenzio del regolamento sembra ragionevole riconoscere il beneficio a chi si incarichi del salvataggio a prescindere dalle modalità con cui lo intende perseguire; dunque, sia se si voglia risanare l'impresa ricapitalizzandola e, nel contempo, convertendo tutto o parte dei propri crediti, sia se si preveda una ricapitalizzazione ed il contemporaneo congelamento delle pretese vantate dai partecipanti al piano in vista di una loro soddisfazione posticipata rispetto agli originari termini di scadenza. Il termine generico ristrutturazione, infatti, non legittima alcuna interpretazione restrittiva, imponendo al contrario, di ritenere integrate le condizioni normative quando l'accordo preveda un riassetto delle passività incidendo sulla loro conformazione ancorché non ne sia prevista l'estinzione per conferimento".

Con comunicazione del 1 dicembre 1998, n. DIS/98092350, la Consob ha chiarito che requisito fondamentale al fine di beneficiare dell'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. b) del Regolamento Emittenti è che il superamento della soglia rilevante avvenga in conseguenza diretta dalla sottoscrizione di un aumento di capitale finalizzato al salvataggio della società quotata, non essendo rilevanti, ai fini dell'esenzione, altre modalità di acquisto (come cessione delle azioni da parte di altri soci).

Tra le condizioni cui il Regolamento Emittenti subordina la concessione dell'esenzione, vi è anche il rispetto di obblighi di trasparenza imposti al fine di impedire che l'esenzione in commento possa essere utilizzata con finalità elusive come ribadito dalla Consob con comunicazione del 8 giugno 2000 n. DIS/45526: "L'art. 49 del Regolamento impone un obbligo per i soggetti beneficiari dell'esenzione: la comunicazione alla Consob e al mercato dello stato di attuazione del piano nei tempi stabiliti dalla Consob e comunque su base trimestrale, e di ogni variazione delle partecipazioni possedute. Tale previsione è stata introdotta in quanto si è ritenuto opportuno che la Consob e il mercato siano costantemente aggiornati sull'attuazione dei piani di risanamento e sulla loro evoluzione. Ciò al fine di verificare nell'ipotesi in cui i medesimi piani non riescano ad essere attuati integralmente nei tempi previsti e i soggetti beneficiari dell'esenzione intendano incrementare ulteriormente la propria partecipazione, se siano costantemente sussistenti i presupposti che hanno portato all'applicazione dell'esenzione ovvero se si tratta di operazioni il cui fine non è il recupero dei crediti ma l'acquisizione del controllo di una società quotata in elusione alla disciplina dell'opa".

### 3. Opa di concerto

Nella comunicazione appena citata la Consob ha inoltre espresso la propria opinione in merito a un altro tema di grande rilievo: il raccordo tra l'applicazione

dell'esenzione ex art. 106 TUF e art. 49 del Regolamento Emittenti e la disciplina degli acquisti di concerto di cui all'art. 109 TUF.

Più nel dettaglio, la comunicazione si esprimeva nel merito di un'operazione complessa di ristrutturazione dell'indebitamento di una società quotata con alcune sue banche creditrici, impegnate tra l'altro a sottoscrivere, qualora rimaste inoptate nell'ambito di un precedente aumento di capitale, azioni della società quotata mediante conversione di crediti in capitale.

Sebbene, a seguito dell'eventuale sottoscrizione, nessuna delle citate banche avrebbe comunque potuto acquistare azioni in misura tale da superare singolarmente la soglia rilevante, il quesito allora sottoposto alla Consob chiedeva se potesse derivare un obbligo di offerta dalla circostanza che alcune specifiche clausole degli accordi di ristrutturazione avrebbero potuto astrattamente rientrare tra gli accordi di cui all'art. 122 TUF con la conseguente applicabilità della disciplina degli acquisti di concerto di cui all'art. 109 TUF.

In risposta al quesito, la Consob ha confermato l'applicabilità dell'esenzione anche in presenza di una fattispecie che avrebbe configurato, altrimenti, un obbligo di opa di concerto in capo alle banche, ritenendo altresì che nella fattispecie non sussistessero "elementi tali da ritenere che l'acquisto delle partecipazioni in [ ...società A...] da parte delle banche sia volto non al recupero dei crediti ma all'acquisizione di un controllo stabile e duraturo nella società quotata in elusione alla disciplina dell'opa obbligatoria".

Sulla scia della citata comunicazione, più di recente la Consob ha ribadito il medesimo principio in termini più espliciti nella comunicazione del 10 settembre 2004 n. DEM/4080424.

Vale la pena ripercorre la vicenda che origina il quesito e l'articolazione del responso della Consob.

Nell'ambito di un più ampio piano di ristrutturazione di una società quotata e di sua integrazione industriale con altra società non quotata, si prevedeva che:

a) il socio di riferimento della società non quotata si impegnasse a garantire l'aumento di capitale della quotata;

b) le banche creditrici della quotata cedessero i propri crediti ad un veicolo comune che avrebbe convertito detti crediti in capitale della quotata;

c) che anche i fornitori convertissero i crediti in capitale;

d) che il socio della non quotata, per agevolare il completamento delle operazioni di cui sopra, si rendesse disponibile ad acquistare dai soci attuali della quotata o dalla stessa quotata o ancora in borsa in caso di inoptato i diritti di opzione risultati non sottoscritti, procedendo alla relativa sottoscrizione.

Si prevedeva inoltre che una parte dei mezzi finanziari utilizzati dal socio della non quotata per la sottoscrizione delle azioni fosse messa a disposizione, sotto forma di finanziamento, da uno o più fondi di investimento. Tale finanziamento avrebbe potuto essere rimborsato in azioni della quotata.

Si prevedeva infine che il socio della non quotata potesse stipulare un patto parasociale con le banche e con i fondi partecipanti all'operazione.

Nel quesito si chiedeva alla Consob di confermare (i) in generale l'applicabilità dell'esenzione, tenendo conto che l'operazione avrebbe consentito al socio della non quotata di acquisire, individualmente, oltre il 40% del capitale; (ii) in particolare, l'applicabilità dell'esenzione anche in presenza del patto parasociale poiché anche i soci sindacati nel loro complesso avrebbero superato una soglia rilevante.

In risposta la Consob ha sottolineato che in ogni caso il superamento della soglia rilevante, tanto in capo al singolo socio quanto in capo ai soggetti sindacati complessivamente considerati, sarebbe avvenuto in seguito alla ristrutturazione della Società, evidenziando che "l'esenzione in argomento risulta applicabile indipendentemente dal fatto che la partecipazione superiore al 30% sia acquistata da un singolo soggetto ovvero di concerto tra più soggetti ai sensi dell'art. 109 del TUF".

Rispetto alla posizione dei fondi eroganti il finanziamento volto a consentire l'acquisto delle azioni, la Consob ha rilevato che "ad esito dell'operazione, gli Investitori non acquisteranno azioni [...società Y...], ma verrà pattuito fra questi e [...società X...] la semplice facoltà di rimborso del finanziamento tramite la



consegna di azioni [...società Y...]. Pertanto eventuali obblighi di offerta pubblica in capo agli investitori potrebbero verificarsi solo al momento dell'esercizio della facoltà di conversione del credito in azioni [...società Y...] e previa valutazione della porzione di azioni acquistate dagli Investitori e della loro partecipazione al patto parasociale di [...società Y...].”

La mera stipulazione del patto parasociale da parte di tali soggetti, peraltro, risultava coperta dall'esenzione considerata.

#### 4. Opa a cascata

La comunicazione del 3 febbraio 2005 n. DEM/5007223 si pronuncia invece sull'applicabilità dell'esenzione in relazione all'eventuale obbligo di opa derivante in capo al soggetto sottoscrittore, ai sensi del combinato disposto degli articoli 106 comma 3, lett. a) del TUF e 45 del Regolamento Emittenti, dall'indiretta acquisizione di una partecipazione superiore al 30% della società quotata controllata dall'emittente (cd. opa a cascata).

Nello specifico, il quesito nasce in relazione ad un'operazione di ricapitalizzazione e ristrutturazione del debito della società GIM S.p.A., quotata presso l'MTA e delle società da questa controllate, fra le quali SMI, anch'essa quotata presso l'MTA e KME.

L'operazione prevedeva, in relazione a GIM:

*a)* un aumento di capitale (con annessi *warrants* gratuiti) con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, c.c., riservato a Intek S.p.A. (“Primo Aumento”);

*b)* un ulteriore aumento di capitale (con annessi *warrants* gratuiti), da offrire in opzione ai soci (“Secondo Aumento”).

In virtù di una serie di pattuizioni parasociali (di blocco e di *governance*), Intek si era impegnata tra l'altro:

*a)* a sottoscrivere integralmente il Primo Aumento;

b) a sottoscrivere pro-quota il Secondo Aumento insieme agli altri aderenti al patto sociale di blocco;

c) a garantire, insieme agli altri aderenti al patto parasociale di blocco e a Mediobanca, la sottoscrizione dell'eventuale inoptato del Secondo Aumento.

A seguito del Primo Aumento, Intek avrebbe superato individualmente la soglia del 30% del capitale con diritto di voto di GIM, mentre gli aderenti al patto di *governance* avrebbero superato nell'insieme la soglia del controllo di diritto.

Inoltre, a seguito del Secondo Aumento:

a) Intek avrebbe incrementato la partecipazione individuale fino al 38%;

b) il patto di blocco avrebbe incrementato la partecipazione complessiva fino al 37-47% (considerando in quest'ultimo caso anche Mediobanca);

c) il patto di *governance* avrebbe comunque mantenuto il controllo di diritto.

La società quotata SMI, controllata da GIM, rappresentava il patrimonio prevalente di GIM.

In assenza di esenzione dunque la sottoscrizione degli aumenti di capitale avrebbe comportato obblighi di opa non solo su GIM, ma anche a cascata su SMI e KME.

Inoltre la fattispecie poteva dare origine ad obblighi di opa tanto per Intek, considerata individualmente, quanto per le parti del patto parasociale.

La Consob ha consentito l'applicazione dell'esenzione anche al caso dell'opa a cascata così motivando: "La ricorrenza di una delle cause di esenzione previste dall'art. 49 del Regolamento Emittenti opera in modo tale che, ove ricorra una delle ipotesi elencate nell'art. 49, l'acquisto effettuato da un soggetto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'art. 106 del Testo Unico.

In assenza di indicazioni analitiche contenute nella norma regolamentare appare corretto intendere il richiamo operato dall'art. 49 all'art. 106 TUF come comprendente tutte le ipotesi di opa obbligatoria contemplate in detto articolo e pertanto anche l'obbligo previsto dal comma 3, lett. a) dell'art. 106 così come attuato dall'art. 45 del Regolamento Emittenti riguardante la cd. opa a cascata".

## 5. Opa da consolidamento

La Consob con comunicazione del 3 aprile 2009 n. DEM/9030808 si è pronunciata sull'applicabilità dell'esenzione in relazione all'eventuale obbligo di opa da consolidamento.

Nell'ambito dei contatti intercorsi con potenziali investitori e azionisti, le società C e B hanno formulato alla società in crisi A un'offerta successivamente integrata con la quale hanno definito i termini e le condizioni della partecipazione al Progetto di risanamento della Società.

La società C inoltre risulta controllata dalla società D, già azionista della società A con una partecipazione pari al 14,7% del relativo capitale sociale.

In relazione a tale proposta le società C e B hanno sottoscritto un accordo parasociale con il quale hanno inteso disciplinare i reciproci impegni per la realizzazione del Progetto. Per effetto di tale patto parasociale le società B, C e D si intendono "persone che agiscono di concerto" ai sensi degli articoli 101-bis comma 4 e 109 del TUF.

Il progetto di risanamento è stato strutturato in due parti fra loro direttamente correlate.

La prima consisteva in un piano di ricapitalizzazione della società A da attuarsi attraverso due successivi aumenti di capitale, la seconda comprendeva un articolato accordo di ristrutturazione del debito della società.

In relazione al piano di ricapitalizzazione gli offerenti hanno ipotizzato due scenari alternativi.

Il primo scenario prevedeva che le società B e C sottoscrivessero le azioni eventualmente rimaste inoplate a seguito dell'offerta di cui all'art. 2441, comma 3, c.c., nell'ambito dell'aumento in denaro.

Il secondo scenario prevedeva che, prima della sottoscrizione dell'aumento sopra citato, la società B acquistasse dalle Banche, titolari dei diritti di pegno complessivamente gravanti sulla partecipazione pari al 26,7% del capitale sociale della società A, una parte del suddetto pacchetto azionario, previamente rilevato

dalle Banche tramite escussione dei pegni, pari a circa il 13,5% del capitale sociale della società A, oltre al contestuale acquisto dei diritti di opzione sul rimanente 13,2% circa.

L'operazione avrebbe comportato il trasferimento alla società B della titolarità di parte delle azioni della società A e dei diritti di opzione sull'intero pacchetto prima dell'aumento in denaro.

La società B in seguito avrebbe conferito alle Banche un'opzione *put* a vendere le residue azioni pari al 13,2% rimaste nella titolarità delle Banche medesime, a condizioni predefinite e in modo tale da non generare l'obbligo di procedere a opa obbligatoria ex artt. 106, comma 3, lett. b) del TUF e 46 del Regolamento Emittenti (opa da consolidamento).

Con riferimento al secondo scenario la Consob ha espresso una serie di osservazioni:

“Per quanto concerne l'acquisto di diritti di opzione finalizzato alla successiva sottoscrizione dell'aumento di capitale, tale ipotesi è stata riconosciuta come fattispecie che non esclude l'applicabilità dell'esenzione di cui trattasi in una precedente operazione di salvataggio, in quanto la norma regolamentare che disciplina l'esenzione stessa nulla prescrive in ordine alle modalità attraverso le quali il nuovo azionista andrà ad acquisire i diritti di opzione relativi al deliberando aumento di capitale. Nel caso prospettato nel quesito in esame tuttavia, oltre all'acquisto dei diritti di opzione viene previsto come possibile anche un preventivo acquisto di azioni da parte degli offerenti, che consentirebbe alle Banche creditrici pignoratorie del precedente socio di maggioranza relativa di trasferire integralmente la titolarità delle azioni stesse.

In relazione a tale specifica ipotesi, occorre considerare se tale acquisto sia riconducibile al dettato di cui all'art. 49 lett. b) del Regolamento Emittenti, il quale ai fini dell'esenzione di cui trattasi, prescrive che il superamento della soglia rilevante sia 'compiuto tramite sottoscrizione di un aumento di capitale. Rileva in proposito che la menzionata norma regolamentare, già sul piano letterale,

prescrive che il superamento della soglia avvenga soltanto tramite sottoscrizione dell'aumento di capitale e non anche per il tramite di acquisto di azioni.

Inoltre la *ratio* dell'esenzione *de qua* è da rintracciarsi nel fatto che ove l'acquisizione del controllo di una società quotata avvenga sottoscrivendo un aumento di capitale, si realizza la duplice conseguenza per cui: i) i fondi investiti dall'azionista che acquisisce il controllo sono volti ad incrementare il patrimonio della società e non quello dei singoli soci che eventualmente cedano la propria partecipazione; ii) si garantisce una piena parità di trattamento tra tutti i soci, che subiscono in maniera eguale l'effetto diluitivo derivante dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del nuovo socio e non beneficiano della possibilità di *exit* dalla società, rappresentata dall'opa obbligatoria. Tali condizioni, unitamente alla sussistenza dello stato di crisi della società quotata e all'esistenza di un piano di ristrutturazione del debito, giustificano dunque la mancanza di un'offerta a favore di tutti gli azionisti, pur in presenza di un rilevante cambiamento del controllo

Con riguardo al principio di parità di trattamento, nel caso di acquisto di azioni da un precedente azionista, va rilevato che il riconoscimento dell'esenzione di cui trattasi (che comporta il venir meno dell'opa a favore degli azionisti di minoranza) si sostanzierebbe in una disparità di trattamento tenuto conto che solo detto azionista beneficerebbe dell'*exit* integrale dalla società.

In generale, in un'operazione di salvataggio, l'acquisto di azioni va dunque considerato distintamente dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale (funzionale all'operazione di salvataggio) e lo stesso non appare coperto dalla *ratio* della norma di esenzione di cui trattasi.

Peraltro, ai fini di una compiuta valutazione della fattispecie in esame, la partecipazione detenuta dagli offerenti *post*-aumento di capitale va dunque scissa in due parti, di cui una sottoscritta per effetto dell'aumento stesso – che rientrerebbe nell'esenzione *de qua*- ed una seconda oggetto di acquisto dai precedenti azionisti di maggioranza relativa (oltre a quella eventualmente acquisita per effetto dell'esercizio della put) – che non usufruirebbe della medesima esenzione”.

Vale la pena soffermarsi su altre due recenti pronunce della Consob sull'esenzione rispetto all'obbligo di opa da consolidamento: Eurofly e Arena.

#### EUROFLY

La ristrutturazione di Eurofly (2007) prevedeva:

- a) un aumento di capitale in opzione, scindibile ("Primo Aumento");
- b) un aumento di capitale verso conferimento in natura con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 comma 4, c.c. ("Secondo Aumento"), destinato ad essere sottoscritto mediante conferimento di beni strumentali (funzionali alla riorganizzazione del business dell'Emittente) da parte del socio Meridiana S.p.A.

Nell'ambito dell'operazione il socio Meridiana, titolare del 29,9% del capitale sociale, avrebbe superato la soglia del 30% oppure, a seconda dei casi, integrato gli estremi dell'opa da consolidamento o già in fase di sottoscrizione (anche mediante conversione e conseguente integrale compensazione del credito vantato dalla stessa Meridiana verso Eurofly) della propria quota del Primo Aumento (in ipotesi di mancata sottoscrizione di parte dell'aumento di capitale in opzione da parte di altri soci), ovvero, in ogni caso, attraverso il Secondo Aumento.

La Consob con comunicazione del 3 ottobre 2007 n. DEM/7088261 ha rilevato che, sebbene la ricapitalizzazione di Eurofly avvenisse per effetto di due aumenti distinti sul piano formale "essi, in virtù della loro stretta connessione teleologica e temporale e della loro comune funzionalizzazione al piano di salvataggio, configurano un'operazione, ancorché complessa, sostanzialmente unitaria". E ha quindi ritenuto applicabile l'esenzione ad entrambi gli aumenti.

Per quanto riguarda il Secondo Aumento, la Consob ha inoltre rilevato che:

- a) la natura del Secondo Aumento (sottoscritto mediante conferimento di beni) non confligge con il dato normativo e con la *ratio* dell'esenzione;

b) la natura dei beni conferiti all'Emittente non conta, rilevando piuttosto che l'aumento in natura sia inserito nel contesto del programma volto al risanamento dell'impresa e che l'attribuzione alla società dei beni conferiti sia funzionale alla realizzazione di tale programma.

#### ARENA

Al fine di reperire nuove risorse finanziarie la Arena S.p.A., in stato di crisi dovuto a una serie di eventi negativi succedutisi a partire dal 2005, in forza di un accordo concluso nel luglio 2007 con JP Morgan, emetteva un prestito obbligazionario non convertibile assistito da garanzie reali e da *covenants* finanziari ("Bond JPM").

La Arena S.p.A. non era in grado di rispettare i *covenants* finanziari che assistevano il suddetto Bond e nell'agosto 2008 la società stessa, il socio controllante titolare di una partecipazione diretta e indiretta pari al 41,2% del capitale di Arena, gli altri azionisti di Arena da una parte e JP Morgan dall'altra raggiungevano un Primo Accordo per la ristrutturazione dell'intero debito di Arena nei confronti di JP Morgan che prevedeva la conversione di parte del Bond in azioni Arena di nuova emissione.

Nel dicembre 2008 si raggiungeva un Secondo Accordo che oltre a contenere previsioni di carattere parasociale (aumento del numero di consiglieri e sindaci nominati su proposta di JP Morgan con rafforzamento dei vincoli posti al trasferimento delle azioni Arena) prevedeva una serie di attività da eseguirsi in due momenti distinti ("Primo *Closing*" e "Secondo *Closing*").

Il Primo *Closing* si è realizzato con l'approvazione nel gennaio 2009 del Piano di Ristrutturazione del debito mentre entro il Secondo *Closing* si dovranno realizzare le seguenti attività:

a) sottoscrizione da parte di JP Morgan di aumento di capitale ad essa interamente riservato ex art. 2441, comma 6, c.c.;

b) approvazione del Nuovo Regolamento disciplinante la restante parte del Bond JPM;

c) il rinnovo del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale secondo le nuove disposizioni in materia di *governance*.

Per effetto di tale sottoscrizione JP Morgan diverrà azionista di Arena con una partecipazione pari al 24,3 % del capitale di Arena.

Tenuto conto del patto parasociale di voto e di blocco stipulato nel dicembre 2008, il socio controllante, gli altri azionisti e JP Morgan verrebbero a detenere congiuntamente una partecipazione pari al 52,7% con conseguente obbligo di opa da consolidamento ex artt. 106 comma 3 lett. b) e 109 comma 1 del TUF.

La Consob con comunicazione del 1 aprile 2009 n. DEM/90229395 ha riscontrato l'esistenza dei tre elementi che fungono da presupposto per l'esenzione:

- a) stato di crisi della società;
- b) superamento della soglia rilevante ai fini dell'opa obbligatoria mediante sottoscrizione di un aumento di capitale;
- c) presenza di un piano di ristrutturazione del debito comunicato alla Consob e al mercato.

In relazione al terzo elemento ha osservato che “nel caso in esame il Gruppo Arena presenta una notevole tensione finanziaria. In particolare il Gruppo non ha rispettato i *covenants* finanziari sottostanti il Prestito Obbligazionario concesso dalla JP Morgan. Tale mancato rispetto costituisce presupposto per la richiesta di pagamento immediato. Il debito verso la JP Morgan non rappresenta la parte rilevante dell'indebitamento totale, tuttavia la sua ristrutturazione rappresenta uno dei presupposti essenziali per garantire la continuità aziendale della società”.

## 6. Ragioni dell'esenzione

Il TUF ha recepito una scelta normativa ispirata a finalità istituzionalistiche.



È chiaro che con l'esenzione in esame gli interessi dei soci di minoranza vengono sostanzialmente sacrificati alle esigenze dell'impresa, essendo innegabile che chi opera il salvataggio riesce pur sempre ad acquistarne il controllo. Deve tuttavia osservarsi che senza l'esenzione in esame l'interesse dei minoritari rischierebbe comunque di essere travolto dallo smantellamento dell'organismo insolvente. Infatti, di fronte alla prospettiva di dover assolvere ad un obbligo di offerta totalitaria, nessuno sarebbe disposto ad assumersi il gravoso carico di un salvataggio di impresa. Conseguentemente, operazioni che potrebbero risultare risolutive per il superamento dello stato di crisi non avrebbero speranza di realizzarsi, con grave pregiudizio della società interessata oltre che del complessivo sistema economico. È ben comprensibile, dunque, che tra l'interesse dei singoli e quello generale, l'ago della bilancia si sia orientato verso questa seconda direzione aprendo la via ad una soluzione che non si rivela poi così penalizzante per gli azionisti di minoranza. Infatti, la corretta realizzazione del piano di salvataggio può risultare vantaggiosa anche per loro in quanto un'impresa risanata può riprendere a produrre profitti.

Un autore da sempre attento alle tematiche del mercato del controllo si è soffermato sulle ragioni del trattamento privilegiato riservato alle *rescue operations* : “Il fondamento di questa esenzione pare risiedere nel fatto che, quando il controllo viene acquisito ai fini di salvataggio, si suppone che detta acquisizione consenta di evitare che la società diventi, in senso finanziario, insolvente ossia che il valore delle attività delle società (compreso l'avviamento) diventi inferiore all'ammontare dei suoi crediti e, conseguentemente, che si riduca a zero il valore delle azioni delle società in questione. Pertanto, quale che sia il corrispettivo al quale ha luogo l'acquisizione del controllo, e, soprattutto, quali che siano le aspettative e i timori degli azionisti rispetto al nuovo controllante, non avrebbe senso consentire a questi azionisti di uscire dalla società vendendo le azioni all'acquirente, quando, come ragionevole presumere, senza il trasferimento del controllo il valore delle loro azioni si sarebbe ridotto a zero. Il trasferimento del controllo, in altri termini, è ritenuto dal legislatore male minore e necessario per i

soci di minoranza, che evitano lo spettro dell'insolvenza, addossandosi però il rischio che il nuovo controllante abbia intenzione di estrarre dalla società benefici privati del controllo in misura superiore rispetto al precedente controllante. Può osservarsi che la disposizione regolamentare non richiede che l'acquisto del controllo in sede di salvataggio abbia carattere temporaneo, ossia che il piano preveda che, a crisi dell'impresa risolta, la partecipazione di controllo sia ceduta a terzi. Ciò accadrà normalmente nel caso in cui il controllo sia acquisito da banche eventualmente mediante conversione dei loro crediti in capitale, ma potrà benissimo non accadere nel caso in cui il salvataggio sia realizzato da un'impresa industriale, come senz'altro possibile nel silenzio della disposizione. Come osservato in dottrina, per fruire dell'esenzione non occorre un provvedimento ad hoc da parte della Consob, operando la deroga *ipso iure*".<sup>13</sup>

Non manca chi di recente è tornato sul tema delle esenzioni, confrontandosi con gli orientamenti della dottrina e riflettendo sul ruolo tradizionale dei soggetti coinvolti nei salvataggi di impresa: "Le operazioni che esonerano dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto altrimenti obbligatoria secondo alcuni studiosi avrebbero natura eccezionale ed i casi di esclusione nelle medesime previsti costituirebbero un *numerus clausus*."

Ciò dovrebbe indurre ad interpretare restrittivamente le fattispecie d'esenzione e, in particolare, potrebbe suggerire di espungere dai casi di esonero quelli in cui il *piano di risanamento* non abbia per oggetto solo la *ristrutturazione del debito*, ma anche l'esercizio di un'*influenza sulla gestione*, addirittura con l'avocazione della gestione stessa da parte dei creditori sociali.

---

<sup>13</sup> ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, pp. 193-194, Bologna, 2002.  
*Ad abundantiam* sulle motivazioni dell'esenzione vedi GUIZZI, *Partecipazioni e gruppi di società*, Manuale Breve. Diritto delle società, a cura di Libonati, 2008, p.335: "Il mutamento del soggetto che eserciterà il potere di indirizzo gestorio sulla società rappresenta una vicenda per così dire imposta dalla necessità di conservare quanto resta del valore di un'impresa decotta, dunque funzionale anche al tentativo di conservare quanto vi è stato investito dagli stessi suoi azionisti, sicchè le istanze che determinano tale mutamento fanno premio rispetto alle esigenze che normalmente imporrebbero di accollare in capo a chi assuma una partecipazione di un simile rilievo organizzativo gli oneri economici necessari ad assicurare a chi vi abbia investito uno strumento che gli consenta di uscire agevolmente, e con profitto, dalla società".

Pare tuttavia che una tal conclusione non sia giustificata. Pur convivendo l'idea che la possibilità di contribuire alla nomina della maggior parte degli amministratori o, almeno, di quelli con poteri delegati, deve essere giudicata tale da determinare l'esercizio di un'influenza dominante sulla partecipata, le situazioni nelle quali si procede all'elaborazione di tali piani di risanamento non presentano un assetto di interessi analogo a quello proprio del trasferimento di controllo di una società *in bonis*.

Nei casi di salvataggio d'impresa in difficoltà, infatti, i creditori normalmente sottoscrivono un aumento di capitale riservato e quelli, tra loro, di estrazione bancaria versano alla società di cui acquistano il controllo – spesso in pool – nuovi mezzi finanziari indispensabili alla continuazione dell'attività. I diritti di voto acquisiti per effetto della sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, di norma, vengono esercitati in modo da contribuire alla nomina o alla conferma di amministratori di loro fiducia e da indirizzare la gestione sociale verso l'obiettivo del risanamento. Non v'è invece acquisto di azioni da soci che escono dalla compagine sociale.

In tale contesto è vero che non si può affermare che i creditori commerciali e le banche acquistino le partecipazioni senza finalità di lucro e senza l'intenzione di fare tutto quanto in loro potere – come soci – per riportare la partecipata *in bonis*. In altre parole, pare indiscutibile che essi intendano fare ciò che farebbe un azionista di controllo per orientare l'impresa sociale verso il profitto. Ciò significa che non si può negare che i creditori sociali aderenti ad un piano di risanamento, contemplante la possibilità che i medesimi vengano a possedere partecipazioni suscettibili di consentire l'esercizio di un'influenza dominante sulla partecipata, acquistino ed esercitino il controllo di quest'ultima.

Tuttavia pare corretto escludere che su coloro che convertono i crediti in capitale debba ricadere l'obbligo di promuovere un'opa sulla partecipata, se si pone attenzione alla struttura dell'operazione e agli interessi tutelati dalle previsioni degli artt. 106 ss TUF.

In primo luogo si deve osservare che se la *ratio* della disciplina dell'opa obbligatoria fosse quella di mettere a disposizione degli azionisti uno strumento di protezione contro la violazione del principio di parità di trattamento degli azionisti, non vi sarebbe motivo di applicarne le previsioni. Non procedendo i creditori commerciali e le banche all'acquisto di azioni *già in circolazione*, essi non preferiscono alcuni azionisti a danno di altri. Si limitano a convertire i loro crediti in nuovo capitale sociale e non vi è la corresponsione del cd. premio di maggioranza. Dunque, si può escludere anche sotto tale profilo che alcuni soci traggano maggiori benefici dall'acquisto del controllo da parte dei creditori sociali.

In secondo luogo se è vero che escludere l'obbligo di lanciare un'opa sulla società partecipata significa anche non imporre alla medesima di fornire al mercato tutte quelle informazioni che diversamente i novelli controllanti avrebbero dovuto mettere a disposizione, è anche vero che la normativa attuale del TUF (art. 49, comma 2, lettera, Regolamento Emittenti) e per le banche anche quella di vigilanza (paragrafo 3, sez. V, cap. 9, Tit. IV) impongono ai partecipanti la comunicazione alle Autorità di controllo – anche in momenti successivi alla predisposizione – di numerose e rilevanti informazioni nonché la pubblicizzazione.

In terzo luogo, l'intervento dei creditori è funzionale a rendere più efficiente la gestione delle partecipate risanando, anche mediante la nomina di nuovi amministratori. Imporre l'opa significherebbe ostacolare, rendendolo più oneroso, il ricambio degli organi amministrativi e favorire la permanenza in carica di coloro i quali abbiano condotto la partecipata sull'orlo dell'insolvenza<sup>14</sup>.

A conclusione di questo *excursus* sulle norme del TUF e sulle comunicazioni della Consob che dettano l'esenzione per i casi di acquisto del controllo (o di superamento delle soglie rilevanti di partecipazione) in un contesto salvataggio di impresa, si apprende dal punto di vista empirico che non esistono allo stato dell'arte casi di acquisizioni operate sul versante del debito.

L'ipotesi ricorrente è quella di una conversione coatta dei crediti in capitale di rischio nella speranza di recupero delle pretese originarie.

---

<sup>14</sup> BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi*, pp.426-430, Milano, 2007.

Il sub-ingresso dei creditori nel capitale di rischio del debitore è quindi una scelta residuale, non il risultato di una strategia premeditata finalizzata ad ottenere il controllo finale del soggetto in crisi.

Il dettato normativo di cui all'art. 106 TUF non disciplina casi di circolazione atipica del controllo<sup>15</sup> : d'altronde le norme ragionano in termini di conversione del capitale, non di trasferimento del debito.

---

<sup>15</sup> Sul superamento di tale silenzio normativo vedi ampiamente MAZZONI *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., pp.551-553: “Insomma, la questione di fondo e’ se, per il fatto che il controllo circoli sulle gambe del capitale finanziario di debito anziché su quelle del capitale finanziario di rischio, il diritto non abbia niente da dire e le regole rilevanti siano solo quelle tecniche di operatività dei mercati. Ovviamente non e’ così: occorre iniziare a riflettere e a proporre risposte non ostacolate dalle rigidità concettuali che ci provengono dall’aver come modelli di riferimento economie e mercati più antiquati degli attuali. La prima riflessione che si affaccia alla mente e’ se sia ipotizzabile, alla stregua del diritto italiano vigente, una applicazione analogica della disciplina sulle opa ad acquisti obbligazionari idonei in prospettiva a far acquisire il controllo su una società in ristrutturazione o in riorganizzazione. A malincuore ma con certezza mi sembra inevitabile rispondere negativamente. Le regole sulle opa sono regole di mercato, per le quali occorre evitare ogni tentazione di applicazione analogica al di là degli steccati, solitamente definiti con sufficiente precisione, entro i quali la legge chiede a tali regole di operare. La sicurezza delle operazioni e’ bene più prezioso di qualche occasione in ipotesi perduta di porre rimedio a situazioni che in astratto potrebbero meritare parità di trattamento con i casi rientranti nella fattispecie legale tipica (acquisti a titolo oneroso che facciano oltrepassare la soglia del 30% del capitale rappresentato da azioni ordinarie) ma che, in concreto, presentano anche differenze giuridicamente assai rilevanti rispetto a tale fattispecie (al tempo dell’acquisto dei titoli di debito sarà presumibilmente ignoto ed incerto il futuro scambio tra questi titoli e le future azioni ordinarie della società che emergerà dalla ristrutturazione o riorganizzazione); non solo, ma non va dimenticata, in nome di una malintesa inclinazione per la speculazione teorica, la considerazione realistica che per il momento i casi di trasferimento atipico del controllo mediante acquisti di capitale di debito nel mercato sono ancora, con riferimento a imprese italiane, più una prospettiva che una realtà attuale. Quest’ultimo rilievo, peraltro, non priva di interesse le considerazioni *de lege ferenda* che sin d’ora si possono formulare, facendosi carico delle potenziali obiezioni che presumibilmente saranno mosse contro l’eventuale proposta di estendere la disciplina delle opa agli acquisti di controllo tramite acquisti di titoli di debito. Le regole in materia di opa sono una misura di tutela dei minoritari, che molti giudicano come un vincolo troppo costoso. Se il rischio di doverne sopportare il costo operasse come disincentivo all’arrivo di denaro fresco su progetti di riorganizzazione, il danno sistemico procurato potrebbe essere largamente superiore ai benefici sperati in termini di incremento della fiducia nel mercato finanziario come luogo capace di assicurare, tramite l’estensione del regime di opa, un ulteriore progresso del principio di parità di trattamento. Chi nutrisse questo genere di preoccupazioni certamente farebbe valere anche, come conferma della ragionevolezza della propria posizione, le numerose esenzioni dall’applicazione delle regole in materia di opa, che sono rinvenibili in diritto comparato proprio con riferimento al tema degli acquisti/passaggi di controllo nel contesto di procedure di riorganizzazione giudiziaria o anche di ristrutturazione stragiudiziale. Queste obiezioni sono serie, ma concettualmente sono cogenti non già *a priori* e in via generale, ma piuttosto limitatamente ad una faccia soltanto del problema. In sintesi, mentre e’ saggio e ragionevole non imporre alcun obbligo di opa a chi acquisti un potere di controllo (o sfondi una determinata soglia rilevante) per effetto della conversione (comunque realizzata) di una posizione creditoria già detenuta all’inizio del procedimento di ristrutturazione o riorganizzazione, la stessa

Rimane dunque l'interrogativo su come regolare casi futuri di acquisizione volontaria di capitale di debito.

7. Circolazione del controllo nella crisi di impresa fra realtà e prospettive future.

Il dato comunque da registrare è il che il nuovo diritto fallimentare sembra aprire le porte a un mercato delle imprese in crisi.

Che avvenga con le modalità consolidate di un assuntore o tramite mobilitazione dei crediti all'interno di una procedura concordataria, la ristrutturazione che ri-alloca il soggetto insolvente a un terzo investitore si attesta come nuovo fenomeno da non sottovalutare.

Ciò nonostante bisogna riconoscere che la realizzazione di un mercato delle imprese in crisi si scontra con un sistema economico in cui il *relationship lending* delle banche ha un ruolo ancora centrale e i fondi specializzati nel *distressed* sono pressoché assenti.

I professionisti del settore hanno di recente riportato i loro *cabiers de doléances* : “Oggi il mercato è delle crisi di impresa. Sembra strano: come si fa a vendere una crisi di impresa? Sì, in un mercato poco trasparente, molto speculativo e dove i soggetti che operano giocano su dei meccanismi di inefficienza del sistema

---

*ratio* non giustifica affatto una parallela esenzione a favore degli acquisti eseguiti a crisi già conclamata e miranti alla appropriazione del premio di controllo, associato in quel contesto ai titoli di debito anziché ad azioni. Altrimenti detto, le ragioni per l'esenzione del creditore o dei creditori che si ritrova/no forzatamente in controllo non sono affatto omogenee con quelle degli acquirenti che, a crisi già aperta, volontariamente mirano alla conquista del controllo: se anche a quest'ultimi continuasse a essere concesso l'esonero dall'opa, la *ratio* non potrebbe essere quella di una pari meritevolezza delle rispettive ragioni, bensì semmai quella di favorire gli originari detentori, prigionieri del loro credito, per i quali risulterebbe certamente più agevole uno smobilizzo dei loro crediti in sofferenza non frenato dal rischio di obbligo di opa in capo ai potenziali acquirenti. In ultima analisi, a me sembra che per gli acquisti di titoli di debito a crisi aperta valgano concettualmente le stesse ragioni, pro e contro l'obbligo di opa, che sono invocabili con riferimento agli acquisti di azioni ordinarie; sicché, quanto meno *de lege ferenda*, un problema di coerenza si pone e dovrebbe essere risolto, muovendo dalla constatazione di una sostanziale affinità, dal punto di vista delle regole di mercato, del trattamento da riservare a tutti gli acquisti di capitale finanziario (di rischio come di debito) idonei a realizzare la circolazione del controllo”.

complessivo, ciò che si vende è la crisi di impresa, cioè si trasferisce la problematica della crisi di impresa da un soggetto ad un altro con le regole che, però, mancano. Noi non abbiamo un mercato delle imprese in crisi perché non abbiamo delle regole che mettano in condizione questo mercato di svilupparsi. Le imprese in crisi sono un bene come un altro, e così come siamo riusciti a far nascere il mercato dei crediti non *performing*, una volta che abbiamo capito che essi erano merce e che potevano quindi essere scambiati per i differenziali di efficienza che potevano realizzarsi nella loro gestione, nella loro trasformazione da obbligazioni a denaro, a seconda dei processi che venivano utilizzati da una parte o dall'altra (venditore/compratore), sulla base di questa esperienza dobbiamo lavorare per il creare il mercato delle imprese in crisi".<sup>16</sup>

Sulla stessa scia due autori che hanno dedicato un lungo saggio alle forme di ristrutturazioni presenti oggi in Italia: "Nella nostra esperienza, l'arretratezza della legislazione concorsuale e l'insufficiente sviluppo del sistema finanziario, hanno ostacolato per lungo tempo, a differenza che negli USA, la formazione di un efficiente mercato delle imprese in crisi e, a maggior ragione, delle azioni e obbligazioni di società insolventi (*distressed securities*) e dei titoli ad alto rischio (*junk bonds*) emessi per finanziarne l'acquisizione o il tentativo di risanamento. Conseguentemente non si sono ancora presentati, almeno in forme vistose, i problemi e i conflitti tipicamente legati alla circolazione del capitale obbligazionario o più in generale del capitale finanziario e del controllo atipico che tramite esso i creditori o un terzo acquisiscono sulle società in crisi".<sup>17</sup>

Nel mercato italiano non hanno trovato terreno fertile i fondi specializzati nel *distressed* che in genere ottengono risultati doppiamente efficienti:

- a) consentono ai creditori originari di liberarsi di crediti sofferenti;
- b) consentono la ri-allocazione dell'impresa in crisi verso chi la valuta di più.

Se il nostro sistema consentisse l'ingresso di tali fondi, il controllo di società in crisi verrebbe assegnato a terzi acquirenti in grado di valorizzare maggiormente il

---

<sup>16</sup> CRIVELLARI, intervento su Mercato delle crisi d'impresa e mercato delle imprese in crisi, in *Il nuovo diritto delle crisi d'impresa*, a cura di Alberto Jorio, 2009

<sup>17</sup> GUERRERA-MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di riorganizzazione*, Riv. Soc., 2008, p.57

soggetto insolvente evitando i compromessi delle conversioni *debt for equity* che assegnano ai creditori originari poteri di *voice* in situazioni in cui gradirebbero piuttosto l'*exit*.

Riflessioni che non sfuggono a chi alle crisi di impresa in sede comparata ha dedicato di recente un volume: “In un sistema di mercato, in presenza di difficoltà quali quelle ora esaminate, è fisiologico vedere l'emersione di soggetti che, in cambio dell'aspettativa di profitto, si specializzano nell'affrontarle. È per questo motivo che, all'insorgere della crisi, talvolta gli interlocutori del debitore cambiano, facendo la loro comparsa soggetti specializzati che, in vari stadi della crisi e talvolta alle sue prime avvisaglie, acquistano i crediti (svalutati) verso il debitore in difficoltà e negoziano con lui una soluzione. Tali soggetti vengono comunemente definiti “avvoltoi”.

È opportuno chiarire che, ad onta del nome e della reputazione di durezza che li circonda, tali soggetti svolgono una funzione importantissima: la mobilitazione dei crediti verso imprenditori in difficoltà. Così, se in loro assenza i creditori si trovano a dover affrontare i costi delle trattative (e, per le banche, i costi dovuti alla permanenza in bilancio di crediti *non performing*, che assorbono capitale che non può essere destinato ad altri impieghi), grazie a tali intermediari i creditori hanno la scelta (non l'obbligo) di uscire dalla loro scomoda posizione, cristallizzando la perdita. Questi soggetti, se il mercato è sufficientemente concorrenziale, offriranno prezzi quanto più possibile prossimi al valore reale del credito, mirando ad ottenere un successivo profitto grazie al loro intervento. La pressione esercitata sul debitore dagli intermediari specializzati infine è, almeno di regola, funzionale a una migliore soddisfazione dei creditori che non hanno ceduto il loro credito: ciò in quanto, se il debitore ristrutturerà l'impresa con successo o comunque li pagherà di più, a profittarne saranno tutti i creditori, e non solo gli avvoltoi.

Come in tutti i meccanismi in cui l'azione di alcuni porta benefici a tutti, vi è la possibilità che gli avvoltoi inducano il debitore a riservar loro un trattamento preferenziale, sfruttando la loro maggiore informazione e colludendo con il



management (ed eventualmente l'azionista di controllo) a spese degli estranei. In tal caso il loro ruolo è certamente non positivo (o non interamente positivo), anche se non sembrano mancare strumenti di tutela dei creditori e degli azionisti eventualmente danneggiati".<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, pp.309-311, Bologna, 2007.

L'autore fa inoltre notare come nel caso Parmalat siano stati ammessi al voto anche i fondi avvoltoio e in genere chiunque risultasse in possesso di obbligazioni di società del gruppo alla data (molto successiva all'apertura della procedura) presa in considerazione dal giudice ai fini della legittimazione al voto.

# **BIBLIOGRAFIA**

## BIBLIOGRAFIA

### PRIMO CAPITOLO

Barry Adler and Ian Ayres, *A Dilution Mechanism for Valuing Corporations in Bankruptcy*, Yale Law Journal, 2001

Andrew Africk, *Trading Claims in Chapter 11: How Much Influence Can Be Purchased In Good Faith under Section 1126*, University of Pennsylvania Law Review, 1991

Philip Aghion, Oliver Hart and Moore, *Improving Bankruptcy Procedure*, 1994

John Armour, Brian Cheffins and David Skeel, *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons Learned from the United Kingdom*, 55 Vanderbilt Law Review 1699, 2002

Kenneth Ayotte and David Skeel, *An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice*, University of Chicago Law Review, 2006

Kenneth Ayotte and Edward Morrison, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, 2008

Kenneth Ayotte and David Skeel, *Bankruptcy or Bailouts?*, University of Pennsylvania Institute for Law and Economics Research Paper No. 09-11, Northwestern Law and Economics Research Paper No. 09-05, 2009

Joseph Athanas, *Using Bankruptcy Law to Combat or Implement Hostile Takeover of Targets in Chapter 11*, Business Lawyer, 2000

Douglas Baird, *Revisiting Auctions in Chapter 11*, 36 Journal of Law and Economics 633, 1993

Douglas Baird and Robert Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 Stanford Law Review 751, 2003

Douglas Baird and Robert Rasmussen, *Chapter 11 at Twilight*, 56 Stanford Law Review 673, 2003

Douglas Baird and Robert Rasmussen, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, 154 University of Pennsylvania Law Review 1209, 2006

Douglas Baird, *Elements of Bankruptcy*, 2006

Douglas Baird and Todd Henderson, *Other People's Money*, 60 Stanford Law Review 1309, 2008

Douglas Baird and Robert Rasmussen, *Antibankruptcy*, 2009

Lucien Bebchuk, *Chapter 11*, New Palgrave Dictionary of Law and Economics

Lucien Bebchuk, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, Harvard Law Review, 1988

Lucien Bebchuk and Howard Chang, *Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization*, Journal of Law, Economics & Organization, 1992

Bernard Black and Henry Hu, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden Ownership*, Southern California Law Review, 2006

Bernard Black and Henry Hu, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, University of Pennsylvania Law Review, 2008

Bernard Black and Henry Hu, *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, European Financial Management, 2008

Eric Fisher and Andrew Buck, *Hedge Funds and the Changing Face of Corporate Bankruptcy Practice*, American Bankruptcy Institute Journal, 2007

Chaim Fortgang and Thomas Meyer, *Trading Claims and Taking Control of Corporations in Chapter 11*, Cardozo Law Review, 1990

Chaim Fortgang and Thomas Meyer, *Developments in Trading Claims and Taking Control of Corporations in Chapter 11*, *Cardozo Law Review*, 1991

Robert Gertner and Randall Picker, *Bankruptcy Law, Information Transmission and the Allocation of Control*, 1992 (inedito, cortesia di Randall Picker)

Fabrizio Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di riorganizzazione*, *Riv.Soc.* 2008

Paul Goldschmid, *More Phoenix than Vulture: The Case for Distressed Investor Presence in the Bankruptcy Reorganization Process*, *Columbia Business Law Review*, 2005

Todd Henderson, *Paying CEOs in Bankruptcy: Executive Compensation When Agency Costs Are Low*, *Northwestern Law Review*, Vol. 101, No. 4, 2007

Edith Hotchkiss and Robert Mooradian, *Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms*, *Journal of Financial Economics*, 1997

Edith Hotchkiss and Robert Mooradian, *Acquisitions as Means of Restructuring Firms in Chapter 11*, *Journal of Financial Intermediation*, 1998

Henry Hu and Jay Lawrence Westbrook, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, *Columbia Law Review*, 2007

Marcel Kahan and Edward Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, University of Pennsylvania Law Review, 2007

Marcel Kahan and Edward Rock, *Hedge Fund Activism in the Enforcement of Bondholder Rights*, Northwestern Law Review, 2009

Steve Kaplan and M. Weisbach, *The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures*, Journal of Finance, 1992

Thomas Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University, 1986

Micheal Jensen, *Corporate Control and The Politics of Finance*, Applied Corporate Finance, 1991

Adam Levitin, *The Limits of Enron: Counterparty Risk in Bankruptcy Claims Trading*, 2006

Adam Levitin, *Finding Nemo: Rediscovering the Virtues of Negotiability in the Wake of Enron*, 2007

Jonathan Lipson, *The Shadow Bankruptcy System*, Boston University Law Review, 2009

Yair Listokin, *Paying for Performance in Bankruptcy: Why CEOs Should be Compensated with Debt*, 155 University of Pennsylvania Law Review 777, 2007

Lynn Lo Pucki, *The Nature of the Bankrupt Firm: A Reply to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy*, Stanford Law Review, 2003

Lynn Lo Pucki and Joseph Doherty, *Bankruptcy Fire Sales*, Michigan Law Review, 2007

Stephen Lubben, *The New and Improved Chapter 11*, 2005

Stephen Lubben, *Credit Derivatives and the Future of Chapter 11*, 2007

Alberto Mazzoni, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, Atti del Convegno di Venezia, 10-11 novembre 2006 in *La Società per azioni oggi*, a cura di Balzarini-Carcano-Ventoruzzo, Milano, 2007

Harvey Miller, *Chapter 11 Reorganization Cases and the Delaware Myth*, Vanderbilt Law Review, 2002

Harvey Miller and Shai Weisman, *Does Chapter 11 Reorganization Remain a Viable Option for Distressed Businesses for the Twenty-First Century?* American Bankruptcy Law Journal, 2004

Harvey Miller, *Chapter 11 in Transition: From Boom to Bust and Into the Future*, American Bankruptcy Law Review, 2007

Harold Novikoff and Barbara Kohl Gersher, *Selected Topics in Claims Trading*, American Law Institute, 2003



Frank Portnoy and David Skeel, *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, 75 University of Cincinnati Law Review 1019, 2007

Marco Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Roma-Bari 2009

Richard Posner, *A Failure of Capitalism. The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press, 2009

Robert Rasmussen, *Managerial Discretion in Chapter 11*, University of Pennsylvania Law Review, 2007

Mark Roe, *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, 1983

Andrei Schleifer and Vishny, *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, Journal of Finance, 1992

David Skeel, *The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter 11 Reorganization Cases*, Virginia Law Review, 1992

David Skeel, *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11*, 152 University of Pennsylvania Law Review 917, 2003

David Skeel, *The Past, Present and Future of Debtor-in-Possession Financing*, 25 Cardozo Law Review 1905, 2004

David Skeel, *Corporate Anatomy Lessons*, Yale Law Journal, 2004

Lorenzo Stanghellini, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, Riv.Soc.  
2004

Lorenzo Stanghellini, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna  
2007

Daniel Sullivan, *Big Boys and Chinese Walls*, University of Chicago  
Law Review, 2008

George Triantis, *A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Finan-*  
*cing*, Vanderbilt Law Review, 1993

Frederick Tung, *Confirmation and Claims Trading*, Northwestern Law  
Review, 2006

SECONDO CAPITOLO

Briguglio-Guerrera, La cessione autonoma delle azioni revocatorie: problemi (processuali e sostanziali) e proposte di soluzione, in *Dir.Fall.* 2009

Cannella, Commento all'art. 106, Commentario a cura di Marchetti e Bianchi, 1999

Enriques, Mercato del controllo e tutela degli investitori, Bologna, 2002

Fabiani, Contratto e processo nel concordato fallimentare, 2009

Ferri jr, Ristrutturazione del debito e circolazione della partecipazione, *Riv. Dir. Comm.*, 2006

Guerrera, Il concordato fallimentare nella riforma: novità, problemi, prospettive anche alla luce del decreto correttivo, in *Dir. Fall.*, 2007, p. 820

Guerrera, Aspetti problematici della nuova disciplina del concordato fallimentare, *Il Fallimento* 9/2008, p. 1088

Guerrera, Le soluzioni concordatarie, in *Diritto Fallimentare – Manuale Breve* a cura di Piras, Milano, 2008, p.135

Guerrera-Maltoni, Concordati giudiziali e operazioni societarie di ristrutturazione, Riv. Soc., 2008

Guizzi, Partecipazioni e gruppi di società, Manuale Breve a cura di Libonati, 2008

Jorio, in Il nuovo diritto delle crisi di impresa, Milano, 2009

Mazzoni, Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo, 2007

Nigro-Vattermoli, Diritto della crisi delle imprese, Bologna, 2009

Patti, Crisi di impresa e ruolo del giudice, 2009

Penati-Zingales, Efficiency and Distribution in Financial Restructuring: The Case of the Ferruzzi Group, 1997

Romagnoli, Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'opa obbligatoria, Padova, 2005

Stanghellini, Le crisi di impresa fra diritto ed economia, Bologna, 2007

Stanghellini, Proposta di concordato, commento sub art. 124, in Il nuovo diritto fallimentare, a cura di Jorio e Fabiani, Bologna, 2007

Tarzia, La cessione delle azioni revocatorie prima e dopo la riforma,  
in *Il Fallimento* 8/2008

Tola, Opa e tutela delle minoranze, Napoli, 2008

Vattermoli, La cessione delle revocatorie, in *Giur.Comm.* 2009

Weigmann, Le offerte pubbliche d'acquisto, *Trattato Colombo-Portale*, 2000