

Collana

“I Temi dei Rapporti dell’ISAE”

Regole per la crisi d’impresa e scelte dimensionali

giugno 2003

*Estratto dal Rapporto ISAE
Priorità nazionali: Dimensioni aziendali,
Competitività, Regolamentazione*

L'autore del capitolo qui presentato è: Daniela Marchesi; ha collaborato Marco Felici.

Regole per la crisi d'impresa e scelte dimensionali

PREMESSA

Organizzazioni internazionali¹ e letteratura economica² si sono ampiamente occupate della disciplina della crisi d'impresa nell'obiettivo di elaborare modelli normativi efficienti. I diversi contributi non danno una risposta univoca su quale sia il contenuto di tale efficienza. Nella gran parte dei casi, la massima soddisfazione dei creditori sembra l'obiettivo principale, ma frequentemente ad esso si affianca quello della conservazione dell'impresa, o del livello occupazionale. Inoltre, la questione che prevalentemente si pone la letteratura riguarda l'esistenza e le eventuali modalità per raggiungere un equilibrio ottimale tra efficienza *ex ante* (che viene fatta coincidere con comportamenti virtuosi dell'imprenditore, ossia tesi a prevenire l'insolvenza) e efficienza *ex post* (che viene fatta coincidere con la massimizzazione del valore dell'attivo, una volta che l'impresa sia divenuta insolvente).

In realtà - come si mostrerà in questo capitolo - accanto a queste pur rilevanti questioni, la normativa della crisi d'impresa ne pone altre ugualmente importanti, ma finora trascurate. Infatti, le regole sulle procedure concorsuali, pur avendo come riferimento e centro di gravitazione il problema dell'insolvenza, e di come esso possa essere prevenuto o risolto, finiscono per avere effetti rilevanti, anche se involontari e indiretti, sulle scelte di investimento di imprese che, pur non trovandosi a fronteggiare un problema di insolvenza né immediato, né imminente, finiscono per operare delle scelte "all'ombra" dell'eventualità di un'insolvenza. Eventualità di un'insolvenza che è solo un modo alternativo di dare un nome al rischio d'impresa. In altri termini, la normativa sulle procedure concorsuali produce una rilevante esternalità sulla scelta dimensionale delle imprese. Questo perché tale normativa ha influenza nella determinazione del livello del tasso di profitto a partire dal quale l'impresa può considerare vantaggioso un nuovo investimento, e dunque scegliere di crescere.

L'impresa può finanziare un nuovo investimento o reperendo, sul mercato, capitale di ri-

¹ Studi per l'elaborazione e l'implementazione di codici di *best practice* in materia di disciplina della crisi d'impresa sono stati prodotti dal Fondo Monetario Internazionale - cfr. FMI (1999) -, Banca Mondiale - cfr. Banca Mondiale (2001) - e Commissione Europea - cfr. Commissione Europea (2002) -.

² Per una rassegna della letteratura sull'argomento cfr. Cabrillo e Depoorter (1999).

schio, o autofinanziandosi, o ricorrendo a un prestito bancario³. Di queste tre ipotesi soltanto la terza ha rilievo per quanto attiene l'analisi svolta in questo capitolo. Infatti, gli aspetti normativi che interessano il costo del capitale di rischio - che sono ampiamente trattati nel cap.3 di questo rapporto - attengono la disciplina delle società e non interessano quella della crisi d'impresa, mentre i problemi legati al costo dell'autofinanziamento non richiedono un'analisi specifica perché strettamente relazionati a quelli delle altre due alternative, che ne costituiscono il costo opportunità.

Diverso è il caso del finanziamento attraverso il credito bancario. Qualora, infatti, l'impresa intenda finanziarsi attraverso questa modalità, perché sia razionale affrontare un investimento, il tasso di profitto atteso deve essere maggiore o almeno uguale alla somma data dal tasso di interesse passivo richiesto dalla banca per il credito e dal premio di rischio legato, alle caratteristiche dell'investimento:

$$p_e^* \geq i + r_e$$

Dove:

p_e^* è il tasso di profitto atteso soglia perché l'investimento sia vantaggioso,

$$r_e = \sum_s r_s$$

per $s = (1, \dots, k, \dots, n)$

è il premio di rischio (r_s sono i premi di rischio legati ai vari motivi di incertezza di quel particolare investimento);

i è il tasso di interesse passivo.

L'efficienza della normativa sulla crisi di impresa influenza sia il livello di i - il tasso di interesse al quale le banche offrono credito - sia quello di r_k - il premio di rischio legato alla probabilità che l'impresa vada in crisi e al costo associato a tale evenienza - e, quale ultima conseguenza, quello di p_e^* , ossia la convenienza per le imprese a fare investimenti e perciò a crescere di dimensione. Vediamo il perché.

³ L'emissione di obbligazioni, che potrebbe costituire una quarta forma di finanziamento, attualmente, è consentita, alle sole società per azioni e in accomandita per azioni. Forme assai di rado assunte dalle imprese di piccole dimensioni. A partire dal 1 gennaio 2004, le Srl che lo abbiano previsto nell'atto costitutivo, potranno emettere titoli di debito che, però, potranno essere sottoscritti soltanto "da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali" (cfr. D.Lgs. 6/2003, art 2483). Pertanto rispetto a quanto si dirà in questo capitolo le obbligazioni possono essere intese come una forma di finanziamento ibrida tra il finanziamento con emissione di azioni e il ricorso al credito bancario. Quanto verrà esposto, pertanto può valere, con un'estensione analogica, anche per questa forma di finanziamento.

CHE COSA SONO LE PROCEDURE CONCORDSUALI

All'insorgere della crisi dell'impresa (identificabile con un problema di illiquidità o, in alcuni casi, di sovraindebitamento) possono aprirsi - anche se con modalità assai diverse da ordinamento a ordinamento - due diverse tipologie di procedura che possono essere definite rispettivamente "di liquidazione" e "di recupero" dell'impresa⁴. A differenza delle procedure di liquidazione, quelle di recupero sono concepite per dare all'impresa un periodo di respiro al fine di risolvere, se temporanei, i suoi problemi di liquidità, oppure, se necessario, per porre in essere una ristrutturazione dell'azienda, o, infine, ove consentito, una rinegoziazione delle obbligazioni con i creditori. L'elemento fondamentale di distinzione tra le due tipologie⁵, però, sta nel fatto che mentre nel primo caso - procedure di liquidazione - i creditori si soddisfano coattivamente sul patrimonio dell'imprenditore insolvente, che viene liquidato, nel secondo essi vengono soddisfatti dall'imprenditore stesso, sia pure in termini diversi da quelli originariamente concordati senza necessariamente liquidare, neppure parzialmente, il patrimonio.

In generale le procedure di liquidazione (alle quali appartiene, per il caso italiano, la procedura di fallimento) si articolano in tre fasi successive:

- la disponibilità materiale e giuridica del patrimonio viene tolta al debitore e trasferita ad un curatore, nominato dall'autorità giudiziaria;
- la vera e propria liquidazione, cioè la conversione del patrimonio in denaro;
- il riparto, cioè la distribuzione del denaro ricavato ai creditori (e la restituzione dell'eventuale *surplus* al debitore o ai soci), secondo l'ordine di priorità.

Al contrario di quanto avviene nelle procedure di liquidazione, in quelle di recupero, di norma, la disponibilità materiale e giuridica del patrimonio resta in capo all'imprenditore (o al *management* se si tratta di una società) che attraverso questo tipo di procedura cerca di risanare l'impresa avendo a disposizione una, o più, - a seconda degli ordinamenti - delle seguenti possibilità:

- procrastinare la scadenza dei pagamenti;
- ridurre l'importo o il tasso di interesse dei debiti;
- rinegoziare il contenuto dei debiti (ad esempio, nel caso di società, trasformandolo in quote azionarie dell'azienda).

Di questa categoria di procedure fanno parte, nella normativa italiana, il concordato preventivo e l'amministrazione controllata (cfr. riquadro: *Le procedure di recupero dell'impresa in crisi nella normativa italiana*).

⁴ Nella letteratura internazionale, le procedure qui definite di "recupero" sono dette di "riabilitazione" (cfr. FMI 1999). La scelta di un termine diverso in questo capitolo è stata dettata dalla necessità di evitare confusione con il procedimento di riabilitazione che, nel nostro ordinamento, ha la funzione di far venire meno le "sanzioni" personali legate all'iscrizione nel registro dei falliti.

⁵ Per un'approfondita analisi su questo punto cfr. Stanghellini (2003) e FMI (1999).

Le procedure di recupero dell'impresa in crisi nella normativa italiana: il concordato preventivo e l'amministrazione controllata

Il concordato preventivo

Il concordato preventivo è una procedura concorsuale - regolata dagli articoli 160-186 della legge Fallimentare (L.F.) - che consente all'imprenditore che si trova in una situazione di dissesto finanziario di evitare il fallimento.

La domanda di ammissione al concordato preventivo va presentata al tribunale del luogo in cui si trova la sede principale dell'impresa affinché, nel caso in cui l'evoluzione della procedura la consenta, tale tribunale emetta sentenza di omologazione del concordato. Nella domanda vanno allegati, tra l'altro, le scritture contabili, lo stato analitico dell'attivo e l'elenco dei creditori¹, devono inoltre essere indicate le cause del dissesto e i vantaggi che l'eventuale approvazione della proposta determinerebbe per l'azienda e per i creditori.

Per l'ammissibilità della domanda, l'art.160 L.F. richiede che l'istante:

- *sia un imprenditore commerciale² in stato di insolvenza iscritto nel registro delle imprese da almeno due anni;*
- *abbia tenuto nel biennio la contabilità in modo regolare;*
- *non sia stato dichiarato fallito negli ultimi cinque anni, non sia stato già ammesso alla procedura di concordato preventivo e non sia stato condannato per bancarotta o per delitti contro il patrimonio, la fede pubblica, l'economia, il commercio o l'industria;*
- *non abbia causato il dissesto con un comportamento doloso o con colpa grave;*
- *fornisca serie garanzie reali e personali relative al pagamento integrale di tutti i creditori privilegiati e di una percentuale non inferiore al 40% del valore dei crediti chirografari entro sei mesi dall'omologazione del concordato.*

Se il tribunale ritiene che non sussistono tutti i requisiti sopra elencati emette sentenza di fallimento. Se, invece, accerta la sussistenza di tali requisiti ammette³ il debitore alla procedura, nomina un giudice delegato, designa il commissario giudiziale e stabilisce il termine entro il quale il debitore dovrà depositare in cancelleria la somma necessaria per le spese dell'intero procedimento. Il tribunale, di seguito, convoca in adunanza i creditori con titolo anteriore all'ammissione del debitore alla procedura; durante l'adunanza, il commissario giudiziale illustra ai creditori il piano di risanamento e di pagamenti proposto dal debitore, nella seguente discussione, il giudice delegato decide sull'ammissibilità dei crediti contestati.

La proposta del debitore per essere approvata deve ottenere il consenso della maggioranza dei voti espressi dai creditori chirografari che rappresentano almeno i due terzi della totalità del valore dei crediti. Il tribunale, nel successivo giudizio d'omologazione del concordato (giudizio di

¹ Mancando nel concordato un procedimento di verifica dei crediti, il controllo dell'elenco dei debitori e dei creditori presentato dall'imprenditore è effettuato dal commissario giudiziale.

² Il concordato può essere richiesto anche dalle società commerciali, con estensione della domanda ai soci illimitatamente responsabili.

³ Il decreto di ammissione è pubblicato mediante affissione alla porta del tribunale e comunicato per l'iscrizione al registro dell'ufficio delle imprese. Se il debitore possiede beni immobili o mobili soggetti a registrazione, il decreto va anche trascritto nei registri immobiliari.

cognizione nel quale i creditori dissenzienti possono opporsi all'omologazione), accerta le condizioni d'ammissibilità, la regolarità delle procedure, il raggiungimento delle prescritte maggioranze e quindi procede ad una valutazione sia delle garanzie offerte dal debitore, sia della convenienza economica per i creditori.

Con la sentenza d'omologazione del concordato, il tribunale determina le somme da depositare per i crediti contestati e le modalità per il versamento delle somme dovute. Se, invece, la proposta del debitore è priva dei requisiti necessari, o non è stata approvata dai creditori, il tribunale dichiara il fallimento.

Il debitore ammesso alla procedura mantiene la piena capacità processuale, conserva l'amministrazione dei beni, continua l'attività imprenditoriale, anche se sotto il controllo del commissario giudiziale e sotto la direzione del giudice delegato, la cui autorizzazione è necessaria per tutti gli atti eccedenti l'ordinaria amministrazione (mutui, transazioni, concessioni di pegni ed ipoteche, donazioni, accettazione d'eredità, ecc..).

Fino al passaggio in giudicato della sentenza d'omologazione del concordato, ai creditori con titolo anteriore alla data della presentazione della domanda d'ammissione è preclusa ogni azione individuale volta a rivalersi sui beni del debitore. La sentenza d'omologazione non produce effetti sulla natura dei crediti, il cui titolo, se contestato, può essere fatto valere dai creditori con un giudizio ordinario di cognizione.

I crediti privilegiati devono essere pagati senza alcuna dilazione e per intero, quelli chirografari vanno pagati in percentuale, secondo quanto stabilito durante la procedura.

La proposta di concordato può anche avere per oggetto la cessione di tutti i beni pignorabili del debitore; in tal caso si procede a una valutazione dei beni pignorabili la cui liquidazione deve permettere il soddisfacimento per intero dei creditori privilegiati e per almeno il 40% del valore dei crediti dei creditori chirografari.

Il concordato preventivo può anche essere proposto con un'offerta in cui l'adempimento minimo è complessivamente soddisfatto in parte con il pagamento e in parte con la cessione di beni. L'offerta può anche consistere nella cessione di beni da parte di un terzo, che si aggiungono a quelli già pignorabili di proprietà del debitore.

La cessione dei beni ai creditori non comporta un trasferimento della proprietà dei beni ceduti ma solo il trasferimento in favore degli organi della procedura della legittimazione a disporre degli stessi; la liberazione del debitore si avrà solo quando dal ricavato della liquidazione⁴ del patrimonio ceduto, i creditori conseguiranno le somme loro spettanti.

La chiusura del procedimento si ha con un provvedimento che sancisce la risoluzione del concordato per scadenza del termine o per l'esecuzione, da parte del debitore, delle prestazioni stabilite nella proposta omologata.

La risoluzione del concordato o il suo annullamento⁵ sono decisi con sentenza dal Tribunale

⁴ L'attività di liquidazione è svolta da uno o più liquidatori che procedono alla stima ed alla vendita dei beni secondo le modalità fissate dalla sentenza di omologazione e sotto il controllo del commissario giudiziale e del comitato dei creditori.

⁵ La risoluzione si ha quando vengono a mancare le garanzie indicate nella proposta del debitore, quando il debitore non adempie gli obblighi assunti, quando, nel concordato per cessione di beni, il debitore non consegna ai liquidatori tutte le sue disponibilità o quando le somme ricavabili dalla vendita risultino insufficienti. L'annullamento presuppone sempre un comportamento doloso del debitore che si riscontra normalmente nell'aver esagerato il passivo o nell'aver sottratto parte dell'attivo.

che contestualmente dichiara il fallimento del debitore e rimette i creditori nelle condizioni di esperire tutte le azioni volte al recupero del credito.

L'amministrazione controllata

L'articolo 187 della L.F. concede all'imprenditore commerciale che si trova in temporanea difficoltà, ma non ancora in stato d'insolvenza, di adempiere le proprie obbligazioni usufruendo di una dilazione dei tempi per la completa estinzione dei crediti per un periodo non superiore a due anni.

La temporanea difficoltà a adempiere le obbligazioni in cui si trova l'imprenditore si differenzia dallo stato di insolvenza, presupposto del fallimento e del concordato preventivo, per la reversibilità e la temporaneità.

A differenza delle altre procedure concorsuali, in cui si tende al soddisfacimento, totale o parziale, dei creditori mediante liquidazione del patrimonio del debitore, scopo dell'amministrazione controllata è il ristabilimento dell'attività d'impresa e il regolare adempimento delle obbligazioni da parte del debitore.

L'ammissione dell'imprenditore all'amministrazione controllata presuppone:

- l'iscrizione da almeno un biennio dell'imprenditore nel registro delle imprese e la regolare tenuta delle scritture contabili;
- l'imprenditore non deve essere stato, nei cinque anni precedenti, dichiarato fallito o ammesso al concordato preventivo, o condannato per bancarotta o delitti contro il patrimonio, la fede pubblica, l'economia pubblica, l'industria o il commercio;
- la temporanea difficoltà di adempiere le proprie obbligazioni in un periodo che è fissato dal tribunale in due anni dall'inizio della procedura;
- l'esistenza di comprovate possibilità di risanare l'impresa, considerando la natura della crisi e la disponibilità di mezzi adeguati;
- la valutazione positiva dell'attuabilità del piano di risanamento.

Il procedimento si apre con la richiesta dell'imprenditore che prospetta un piano di risanamento; il tribunale, una volta formato l'elenco dei crediti e nominato un giudice delegato (che a sua volta nomina un comitato di creditori) e designato un commissario giudiziale, convoca l'assemblea dei creditori che, presieduta dal giudice delegato, approva la proposta con il voto favorevole della maggioranza di loro che rappresenta anche la maggioranza dei crediti senza privilegio. Il giudice delegato accerta il risultato della votazione e, in caso d'approvazione, nomina un comitato di creditori, mentre, in caso di mancato raggiungimento delle maggioranze prescritte, dichiara la cessazione degli effetti del provvedimento di ammissione alla procedura.

Il tribunale compie immediatamente il giudizio di meritevolezza ed ammette con decreto d'ammissibilità l'imprenditore alla procedura, quindi, fissa un termine per il debitore per il deposito in cancelleria di una somma per la copertura delle spese di procedura. In caso di rigetto, il tribunale può, se ci sono le condizioni, dichiarare il fallimento.

Durante l'amministrazione concordata, l'imprenditore continua a gestire la sua attività sotto il controllo del commissario e la direzione del giudice delegato. Ai creditori non sono concesse azioni esecutive nei confronti del patrimonio del debitore, non possono costituirsi diritti di prelazione a favore di nuovi creditori, non possono essere effettuati pagamenti a creditori per cause o titolo anteriori all'inizio della procedura. Ai creditori è comunque concesso di chiedere al tribunale di affidare al commissario giudiziale la gestione dell'impresa e l'amministrazione dei beni del debitore.

Durante l'amministrazione controllata l'imprenditore può compiere tutti gli atti d'ordinaria amministrazione, mentre per il compimento di quelli eccedenti l'ordinaria amministrazione occorre l'autorizzazione scritta del giudice delegato⁶.

La durata massima della procedura è di due anni; la cessazione della procedura può aversi prima della scadenza quando l'imprenditore dimostra di essere in grado di soddisfare regolarmente le obbligazioni e di poter continuare normalmente la sua attività, qualora lo stato d'insolvenza sia divenuto irreversibile o il comportamento dell'imprenditore sia tale da comportare la richiesta del giudice delegato al tribunale di interrompere la procedura e di chiedere la dichiarazione di fallimento.

Se alla scadenza del termine l'imprenditore non è in grado di pagare integralmente i creditori, il giudice delegato promuove la dichiarazione di fallimento, contro il quale l'imprenditore può chiedere la conversione della procedura in concordato preventivo.

⁶ Gli atti eccedenti l'ordinaria amministrazione compiuti dal debitore senza autorizzazione sono inefficaci rispetto ai creditori anteriori all'ammissione e possono comportare la revoca dell'amministrazione controllata.

PERCHÉ LA DISCIPLINA DELLA CRISI DI IMPRESA INFLUENZA IL COSTO E L'ACCESSO AL CREDITO?

Il problema delle insufficienti garanzie normative e giudiziarie di recuperare il credito quando il debitore non voglia o non possa farlo spontaneamente incide pesantemente sulle scelte del sistema bancario, sia in merito alla determinazione del livello dei tassi di interesse da applicare in caso di prestito, sia in merito all'adozione di politiche di razionamento. Se il razionamento può precludere, a causa dell'accesso negato al credito, il nuovo investimento necessario alla crescita dell'impresa, un elevato tasso di interesse passivo lo scoraggia poiché, come visto nelle righe precedenti, impone che i tassi di profitto siano alti perché l'investimento sia conveniente.

Sulla rilevanza dei problemi di alti tassi di interesse e di razionamento del credito ai fini delle scelte di investimento delle imprese discute ampiamente il capitolo 6 del Rapporto, che è a questi temi dedicato e al quale facciamo rinvio. E' qui, però, opportuno segnalare alcuni principali contributi della letteratura economica in cui si verifica analiticamente ed empiricamente la relazione tra problemi del credito da un lato, e qualità della normativa e dell'*enforcement* giudiziario - sui quali può contare il creditore nel recupero della somma prestata - dall'altro.

Ying Yan (1996) evidenzia, con un modello analitico, che alti costi legati alla procedura di fallimento scoraggiano le banche dal concedere prestiti alle piccole imprese originando, come risultato di comportamenti aggregati, severi problemi di razionamento del credito proprio per questa categoria dimensionale.

Rispetto al caso italiano, anche se in riferimento a un più generale caso di inefficienza dell'*enforcement* rispetto al recupero dei crediti (cioè non riferito in particolare alle procedure concorsuali) Masciandaro (2000) verifica empiricamente una relazione tra basso grado di *enforcement* e razionamento del credito, e Bianco, Jappelli e Pagano (2002) rilevano una connessione tra basso grado di *enforcement* e elevati tassi di interesse praticati sui prestiti bancari. Infine una prova "indiziaria" della relazione tra problemi di efficienza dell'ambiente normativo nel garantire il recupero dei crediti e problemi di razionamento si può dedurre dai risultati ai quali, per altre vie, giungono Sharpe (1990) e Petersen e Rajan (1992), che verificano una maggiore disponibilità delle banche a concedere crediti alle imprese con le quali hanno rapporti da lunga data. Da questi risultati si può infatti desumere che la fedeltà di *partnership* sia una forma sostitutiva della carenza di *enforcement*⁶.

Il confronto delle variabili chiave nella determinazione della qualità dell'*enforcement* in caso di fallimento non è però facile da realizzare. La disponibilità dei dati è limitatissima e quelli che si riescono a raccogliere presentano disomogeneità, anche notevoli, in merito al periodo temporale di riferimento. Tuttavia anche dalle poche informazioni disponibili, evidenziate nella tabella 1, emerge che l'Italia ha tempi di chiusura delle procedure fallimentari di gran lunga più elevati degli

⁶ Per le relazioni analitiche tra carenze di *enforcement* dei contratti e fedeltà di *partnership* cfr. Marchesi (2003).

altri paesi (nell'ordine del doppio o più) e percentuali di recupero dei crediti minime. Se il quadro statistico non è accurato, tuttavia, il messaggio che ne deriva è in modo evidente quello di segnalare l'Italia come un paese che presenta seri problemi rispetto ai tempi e alle possibilità di recupero dei crediti concessi ad imprese andate in crisi. Tale penalizzazione si rinviene anche qualora si prescindano dalla qualità dell'*enforcement* che ogni paese offre alla propria disciplina della crisi d'impresa - che è strettamente connessa all'efficienza della giustizia civile e ci si concentri sugli aspetti della disciplina che interessano in modo particolare la tutela del credito garantito - quale è quello di norma offerto dalle banche - .

Tab. 1 EFFICIENZA DELLE PROCEDURE FALLIMENTARI: DURATA, COSTI DIRETTI E RECUPERO CREDITI

Paesi	Anni	Durata media(mesi)	Recupero crediti (in percentuale di quelli ammessi al passivo)	Recupero crediti privilegiati (in percentuale di quelli ammessi)
Austria	1990-99	12-24		
Belgio				
Danimarca				
Finlandia				
Francia	1991	24-36		0,14-0,66
Germania	1998	12		
Grecia	1990-94			
Irlanda	1990-99			
Italia	2000	72	0,18	0,33
Olanda		31		0,8
Portogallo		19		
Regno Unito	1992-98		0,37	0,7
Spagna	1999	19		
Svezia		2,4	0,35	0,69
Stati Uniti	2000	18-24	0,51	0,8-0,9

Fonte: M. Bianco e M. Marcucci (2001).

Evidentemente è *in primis* l'efficienza generale della disciplina la vera garanzia del creditore, e questa è il risultato del bilanciamento delle molte regole particolari che interessano le procedure concorsuali; ma volendo, tra tali regole particolari, individuarne alcune, che più delle altre, sono volte a tutelare questa categoria di crediti, due sono meritevoli di un esame più approfondito:

- in caso di fallimento: l'ordine di priorità stabilito per la soddisfazione dei creditori al termine della liquidazione (cfr. Tab. 2).
- in caso di procedura di recupero: il conferire o meno al creditore la possibilità di avviare la procedura qualora si avveda dell'imminenza di una crisi (cfr. Tab. 3).

La letteratura economica (La Porta *et al.* 1996 e Levine 1999) dà invece particolare enfasi ad un altro aspetto delle procedure di recupero: il fatto che nel corso di esse il debitore venga escluso dalla conduzione dell'impresa. Non riteniamo che questo aspetto normativo sia *per se* favorevole al creditore. Al contrario, l'esclusione del *management* preesistente dalla conduzione

della crisi può comportare una perdita di informazioni, e di tempo, che può pregiudicare il superamento della crisi e compromette la soddisfazione dei crediti.

Tornando alle scelte normative nazionali in merito all'ordine di priorità da seguire nella soddisfazione dei creditori da un lato, e, dall'altro, alla facoltà concessa o meno al creditore di avviare la procedura di riorganizzazione, si riscontra una notevole disomogeneità di scelte adottate dai diversi ordinamenti. I paesi, che almeno sulla carta, assicurano una maggiore tutela ai creditori garantiti (ad esempio da un'ipoteca) sono Belgio, Finlandia, Grecia, Portogallo, Regno Unito e Stati Uniti - che prevedono entrambe le disposizioni in questione - . Italia e Francia sono quelli che offrono il grado di tutela più basso (cfr. Tab. 2 e Tab. 3).

Tab. 2 ORDINE DI PRIORITA' NEL RIPARTO DEL DENARO RICAVATO DALLA LIQUIDAZIONE: CONFRONTO INTERNAZIONALE TRA LE DIVERSE NORMATIVE.

Paesi	Ordine di distribuzione tra i creditori nell'assegnazione dell'attivo
Austria	Secondo il piano di distribuzione disegnato dal curatore e approvato dal comitato dei creditori.
Belgio	Precedenza ai crediti con garanzia.
Danimarca	Secondo il piano di distribuzione disegnato dal curatore e approvato dal tribunale.
Finlandia	Precedenza ai crediti con garanzia.
Francia	Prima i dipendenti dell'impresa, poi le spese legali, poi gli altri creditori con precedenza a quelli garantiti.
Germania	Prima i vengono soddisfatti i diritti di proprietà ,poi i crediti garantiti e poi il resto a seguire.
Grecia	Precedenza ai crediti con garanzia.
Irlanda	Precedenza ai crediti con garanzia e con privilegio.
Italia	Prima le spese legali, poi i crediti garantiti e quindi i chirografari (1).
Lussemburgo	Dedotte le spese legali l'attivo è ripartito tra i creditori secondo un piano predisposto dal curatore e approvato dal giudice e dai creditori.
Olanda	I creditori garantiti possono agire come se il fallimento non fosse stato dichiarato a meno che non sia appositamente imposto un periodo di "cooling-down".
Portogallo	Precedenza ai crediti con garanzia, quanto resta è distribuito <i>pro rata</i> tra chirografari e privilegiati.
Regno Unito	Precedenza ai crediti con garanzia, poi il compenso del curatore, quindi i crediti privilegiati e i chirografari a seguire.
Spagna	Precedenza ai crediti con garanzia quindi gli altri secondo un piano proposto dal debitore e approvato dal comitato dei creditori.
Svezia	Precedenza ai crediti con garanzia, gli altri secondo accordo tra i creditori.
Stati Uniti	Precedenza ai crediti con garanzia, a seguire secondo l'ordine di priorità.

Fonte: Commissione UE (2002) e legislazioni nazionali.

(1) Nel caso di amministrazione straordinaria e delle grandi imprese in crisi i crediti sorti per la continuazione dell'esercizio dell'impresa e la gestione del patrimonio del debitore sono soddisfatti in predeuzione anche nel caso in cui il fallimento subentri alla procedura.

Per quanto riguarda l'Italia, infatti, per entrambe le procedure di recupero - concordato preventivo e amministrazione controllata - è previsto che sia solo l'impresa - e non anche i creditori - ad essere legittimata ad avviare la procedura. Inoltre, per quanto riguarda l'ordine di priorità nella soddisfazione dei crediti in caso di liquidazione dell'impresa, la normativa prevede che precedenza assoluta vada data alle spese processuali e al compenso del curatore, seguite dalle spese sostenute nel corso della gestione provvisoria dell'impresa - qualora vi sia stata - nel corso della procedura e che solo successivamente vengano soddisfatti i creditori garantiti, seguiti da quelli da chirografari⁷.

⁷ I creditori chirografari sono coloro che vantano un credito che non ha una garanzia quale ad esempio un'ipoteca o un pegno.

Tab. 3 PROCEDURE DI RECUPERO DELLE IMPRESE IN CRISI: SOGGETTI LEGITTIMATI
AD AVVIARE LA PROCEDURA. CONFRONTO INTERNAZIONALE.

Paesi	Data di entrata in vigore della normativa	Tipologia di procedura	Soggetto legittimato ad avviare la procedura
Austria	1914	Riorganizzazione ordinaria	Debitore
		Riorganizzazione coattiva	Debitore
Belgio	1997	Concordato giudiziario	Debitore, pubblico ministero
		Amministrazione provvisoria	Qualsiasi parte interessata
		Il mandato <i>ad hoc</i>	Non è una procedura regolata dalla legge
Danimarca	1975	Sospensione dei pagamenti	Debitore
		Transazione coattiva	Debitore
Finlandia	1993	Ristrutturazione di impresa	Debitore, qualsiasi parte interessata
Francia	1985-1994	Il mandato <i>ad hoc</i>	Debitore
		Procedura di transazione amichevole	Debitore
Germania	1999	Riorganizzazione	Debitore, curatore per l'insolvenza
Grecia	1990	Ristrutturazione	Debitore, maggioranza dei creditori
Lussemburgo	1934	Sospensione dei pagamenti	Debitore
		Amministrazione controllata	Debitore
Irlanda	1990	Tutoraggio	Debitore, qualunque parte interessata
	1963	Schema di transazione	Debitore, creditori, azionisti, liquidatore
Italia	1942	Amministrazione controllata	Debitore
		Concordato preventivo	Debitore
Olanda	1896	Sospensione dei pagamenti	Debitore
Portogallo	1993	Transazione	Debitore, qualsiasi creditore, pubblico ministero
		Ristrutturazione di impresa	Debitore, qualsiasi creditore, pubblico ministero
		<i>Management</i> controllato	Debitore, qualsiasi creditore, pubblico ministero
		Ristrutturazione finanziaria	Debitore, qualsiasi creditore, pubblico ministero
Regno Unito	1985-89	Amministrazione controllata	Debitore, uno o più creditori
		Transazione volontaria	Debitore, curatore, liquidatore
Spagna	1922	Sospensione dei pagamenti	Debitore
Svezia	1996	Procedura di riorganizzazione	Debitore
		Composizione giudiziale	Debitore
Stati Uniti	1978	Procedura di riorganizzazione volontaria (<i>Chapter 11</i>)	Debitore
		Procedura di riorganizzazione involontaria	Creditori

Fonte: Commissione UE (2002), legislazioni nazionali.

Nei fatti, le implicazioni di tale disciplina non sono di poco conto: dal 1995 al 1998 ad esempio, mentre la somma delle spese di procedura e di retribuzione del curatore era di una proporzione di circa 4 a 100 con il passivo dei creditori, il peso in termini di distrazione dell'attivo è stato del 22% circa (cfr. Tab. 4).

Tab.4 COSTI DELLA PROCEDURA FALLIMENTARE (IN MIGLIAIA DI LIRE). ITALIA. ANNI (1995-1998)

Anni	Passivo	Retribuzione curatore	Spese procedura	Attivo
1995	7.208.148.339	94.573.558	242.072.791	1.537.341.396
1996	8.957.592.982	107.954.833	249.085.769	1.625.532.146
1997	10.067.457.255	108.142.459	255.949.360	1.670.493.257
1998	11.507.031.667	129.422.306	329.276.214	2.125.915.118

Fonte: Monateri e Musy (2003).

Un altro aspetto da considerare è che il contenuto di fatto, l'effettività, delle regole sull'ordine di priorità nella soddisfazione dei creditori, può fornire tutele assai più deboli ai creditori di quanto possa apparire dalle norme scritte sulla carta. Infatti i diritti dei creditori possono essere defraudati in occasione della liquidazione da un'operazione di riacquisto dei beni da parte degli stessi soci (tutti o parte di essi) dell'impresa fallita, che abbiano costituito, magari proprio a questo scopo, una nuova società. Tale società, che spesso è il migliore, o l'unico, offerente per i beni da vendere, restituendo solo parte delle somme dovute (riuscendo in gran parte dei casi a spuntare un prezzo d'acquisto nella procedura liquidatoria assai inferiore alla massa dei debiti da soddisfare) finisce per sostituirsi a quella fallita, continuandone l'attività, ma sollevata da tutti debiti, con una sorta di "sindrome della fenice".

Rispetto a questa ipotesi di comportamento del debitore, sono possibili tre discipline alternative⁸:

- lasciare completa discrezionalità agli organi della procedura nel valutare la vantaggiosità relativa delle offerte e dei soggetti dai quali provengono - come avviene nella normativa italiana -;
- sottoporre alla valutazione dei creditori - e subordinare all'assenso di essi - le offerte che provengano da soggetti collegati all'impresa fallita - come avviene nella normativa tedesca -;
- vietare la vendita a soggetti collegati all'impresa fallita - come previsto dalla normativa francese -.

Anche sotto questo aspetto, dunque, la normativa italiana sulle procedure concorsuali, più di altre, amplifica il rischio del credito. La prospettiva di poter usufruire della "sindrome della fenice", infatti, favorisce comportamenti opportunistici delle imprese. Il che costituisce un'ulteriore spiegazione dei risultati di Sharpe (1990) e Petersen e Rajan (1992) che rivelano una maggiore

⁸ Per un approfondimento sul tema: cfr. Stanghellini (2003).

disponibilità della banche ad offrire credito ad imprese con le quali hanno rapporti di vecchia data (delle quali, pertanto, conoscono l'affidabilità di comportamento).

NORMATIVA SULLE IMPRESE IN CRISI E TASSO DI PROFITTO SOGLIA PER NUOVI INVESTIMENTI

Come evidenziato nelle pagine precedenti, il tasso di profitto soglia, perché all'impresa venga intraprendere un nuovo investimento, dipende anche dal livello di rischio che l'investimento non vada a buon fine e dai costi associati a questa eventualità. La disciplina dello stato di insolvenza dell'imprenditore, sia essa volta a prevenire il fallimento, sia essa, invece, relativa alla liquidazione dei beni del debitore una volta che il fallimento sia avvenuto, può, in effetti, attribuire livelli di costo molto diversi al verificarsi di questa evenienza. Molti sono gli aspetti normativi che intervengono a determinare il livello dei costi attribuiti all'insuccesso dell'impresa, ma tra questi rilevano in particolare:

a) per le procedure di recupero dell'impresa:

- le disposizioni che consentono o meno di rinegoziare i debiti con i creditori per scongiurare l'evenienza di uno stato di insolvenza che non si è ancora verificato, ma che si prevede imminente;
- il diritto concesso al debitore di rimanere alla guida dell'impresa nel corso della procedura;

b) per le procedure di liquidazione:

- le norme che impongono, ad esempio attraverso delle preclusioni di alcune attività professionali, una sorta di stigma all'imprenditore che fallisce;
- le regole sulla responsabilità patrimoniale dell'imprenditore o degli amministratori una volta che la procedura di liquidazione sia terminata e chiusa.

PROCEDURE DI RECUPERO DELL'IMPRESA IN CRISI E RISCHIO D'IMPRESA

Sempre in merito alle relazioni tra livello del premio di rischio per il nuovo investimento e disciplina dell'impresa in crisi, un aspetto molto rilevante attiene al fatto che la legge permetta, o meno, all'imprenditore in difficoltà di chiedere una procedura di recupero (che, come abbiamo visto, gli consente, come minimo, di sospendere temporaneamente le scadenze di pagamento e di congelare la possibilità per i creditori di chiedere l'apertura di una procedura di fallimento), che, nel periodo di tregua concessogli, abbia la possibilità effettiva di riorganizzare l'azienda e di rinegoziare i suoi debiti con i creditori e, punto fondamentale, che gli si consenta in tale fase di mantenere il controllo dell'impresa.

Rispetto a questi punti le discipline nazionali sono molto eterogenee sia rispetto allo spettro di possibilità che viene offerto all'impresa (cfr. Tab. 5), sia rispetto all'autonomia di gestione - e, in

generale, alla titolarità del controllo - che viene concessa all'imprenditore e/o al *management* nel periodo di svolgimento della procedura di recupero (cfr. Tab. 6).

Mentre nel caso italiano, rappresentato dal concordato preventivo e dall'amministrazione controllata (cfr riquadro: *Le procedure di recupero dell'impresa in crisi nella normativa italiana*), ciò che viene reso possibile al debitore è soltanto una revisione delle scadenze di pagamento e, in taluni casi, dell'importo dovuto, (peraltro contro l'imposizione di operare nella gestione dell'impresa sotto la supervisione di un curatore nominato dal tribunale), altri ordinamenti propongono discipline assai meno restrittive e, perciò, offrono all'impresa in crisi una gamma di strumenti molto più vasta⁹. Tra i vari modelli, è quello statunitense il più efficace nel contenere il rischio d'impresa. Il "Chapter 11" della legge fallimentare (cfr. riquadro: *Le procedure di recupero dell'impresa in crisi negli Stati Uniti*), che è l'antesignano e l'ispiratore delle scelte normative adottate da larga parte dei paesi UE negli ultimi quindici anni, prevede una procedura di recupero dell'impresa che, favorendo gli accordi tra creditori e debitore, permette (peraltro lasciando il *management* immutato e, di norma, senza porlo sotto la supervisione di un curatore), la rinegoziazione sia dell'importo, sia del contenuto delle obbligazioni. La libertà di rinegoziazione prevista da questa disciplina è talmente ampia, che può anche comportare la conversione del debito in capitale di rischio da riallocare tra i creditori. L'unica condizione richiesta è che il piano di riorganizzazione sia sottoscritto da tutte le classi di aventi diritto, anche se, in caso di mancato accordo, con una decisione del giudice, il piano può essere imposto anche alle eventuali classi dissenzienti, purchè i loro membri non ricevano da esso un pregiudizio.

⁹ Per un'approfondita analisi comparata su questo punto cfr: Commissione Europea (2002), Stanghellini (2003), Lanciani (2003), Monateri e Musy (2003).

Le procedure di recupero dell'impresa in crisi negli Stati Uniti: il Chapter 11

Le Bankruptcy Courts, corti specializzate delle District Courts federali, sono le autorità giudiziarie competenti nelle procedure fallimentari. Tutti i compiti amministrativi relativi ai procedimenti concorsuali sono invece di competenza di un apposito organo (lo United States Trustee) nominato dal Congresso.

La disciplina in materia fallimentare si fonda sul Bankruptcy Reform Act del 1978 che prevede due distinte tipologie di procedura:

- 1) le procedure liquidatorie volte a pervenire alla liquidazione dei beni del debitore inadempiente al fine di soddisfare le pretese dei creditori;*
- 2) le procedure di riorganizzazione e di rilancio dell'impresa.*

Particolare rilievo tra le procedure di recupero dell'impresa ha quella disciplinata dal Chapter 11, che si applica sia alle imprese organizzate sotto forma di società di capitali o di persone sia ai piccoli imprenditori.

La procedura fallimentare concorsuale disciplinata nel Chapter 11 ha inizio con la presentazione alla Bankruptcy Court di un'istanza di fallimento da parte del debitore o dei creditori (rispettivamente nel caso della voluntary e della involuntary petition).

Il Chapter 11 prevede che, in entrambi i casi, il debitore rimanga in possesso dei propri beni, e che in tale stato permanga fino alla eventuale approvazione del piano di riorganizzazione o al suo abbandono e quindi alla seguente sua conversione nella procedura liquidatoria indicata nel Chapter 7.

Il debitore continua ad amministrare il patrimonio aziendale, anche con l'assistenza di professionisti da lui personalmente nominati, ed è tenuto alla redazione dell'inventario, all'esame delle pretese dei creditori e ad informare periodicamente i creditori sulla consistenza del patrimonio.

Un'azione di sorveglianza sulla conduzione dell'impresa del debitore è operata dal Comitato dei creditori, Creditor's Committee, che deve essere interpellato dal debitore qualora intenda prendere decisioni che esulano dall'ordinaria amministrazione.

Il Creditor's Committee è nominato dallo United States Trustee¹ ed è composto dai creditori chirografari che rappresentano i primi sette crediti – in ordine di ammontare - privi di garanzia; il comitato partecipa alla formulazione e alla realizzazione del piano di riordino e può farsi assistere nell'espletamento delle proprie funzioni da professionisti appositamente incaricati.

La United States Trustee può fare richiesta alla Bankruptcy Court di designare un curatore qualora vi sia il sospetto di una cattiva gestione da parte del debitore.

La Corte, valutata l'opportunità, lascia² allo United States Trustee la scelta del curatore che, una volta insediato, è tenuto a redigere il piano di azione o, in alternativa, a stendere un rapporto in cui siano motivate le ragioni che ne impediscono la formulazione e, quindi, a

¹ Organo che svolge la supervisione del procedimento, è responsabile dell'operato del *debtor in possession*, verifica l'avvenuta effettuazione dei pagamenti dei professionisti che operano alla realizzazione del piano, controlla l'attività del *Creditor's Committee*, convoca l'assemblea dei creditori e presenta, qualora ve ne siano le condizioni, la mozione di conversione della procedura di riordino con altra procedura o ne chiede la sua chiusura.

² La Corte può, invece, nominare un *examiner* con l'incarico di espletare funzioni investigative sulle attività del *trustee*.

richiedere la procedura liquidatoria del Chapter 7.

Durante la vigenza del piano di riordino, per tutelare tutti i creditori, sono sospese sia le azioni personali contro il debitore³ sia i pagamenti e la decorrenza degli interessi. La procedura prevista dal Chapter 11 inizia con la redazione e la successiva approvazione da parte della Corte del disclosure statement che indica ai creditori l'andamento degli affari del debitore; la Corte invia il disclosure statement e il piano di rilancio⁴ allo United States Trustee e fissa un termine entro il quale i creditori devono esprimersi.

Il piano riorganizzativo prevede un progetto di ristrutturazione aziendale in cui si indicano le modalità del rimborso dei creditori; il piano deve assicurare sempre un recupero non inferiore a quello che sarebbe consentito dalla liquidazione dell'impresa.

La Corte fornisce ai creditori tutti gli elementi necessari per valutare la probabilità di riuscita del piano; in particolare, la Corte presta attenzione alla classificazione delle pretese creditorie e al trattamento che le diverse tipologie di credito subiranno durante la vigenza del piano. Il piano dovrà, infatti, essere approvato dalla maggioranza dei creditori destinati a subire delle modifiche o delle decurtazioni al valore del loro credito.

La Corte effettua un controllo sull'attuabilità del piano e verifica che le eventuali modifiche apportate durante le votazioni non peggiorino le posizioni dei creditori che non le hanno sottoscritte. Se non sono sollevate obiezioni, la Corte, dopo la votazione, dichiara la validità del piano. Se, invece, il collegio dei creditori non approva entro 180 giorni il piano presentato dal debitore, decade il diritto esclusivo del debitore e, una volta nominato un curatore, qualsiasi interessato, anche lo stesso debitore, può proporre ai creditori un nuovo piano. L'accettazione del piano deve essere sottoscritta da ciascuna categoria di creditori mediante il voto favorevole dei due terzi del valore del credito di ciascuna categoria e la maggioranza numerica dei creditori che la compongono.

L'approvazione del piano fa cessare tutte le obbligazioni preesistenti⁵ e comporta la sostituzione con quelle votate dai creditori. La Corte, su richiesta di qualsiasi interessato, può revocare la conferma del piano in presenza di un intento fraudolento, inoltre, su richiesta del debitore, può convertire la procedura in liquidatoria qualora evidenti difficoltà ostacolino l'attuazione del piano.

³ Il creditore privilegiato può, in ogni modo, chiedere alla Corte di consentire la vendita di un determinato bene non necessario alla riorganizzazione dell'impresa, qualora costituisca garanzia per il soddisfacimento di un credito. I professionisti impegnati nella gestione della riorganizzazione dell'impresa possono, in ogni momento, richiedere alla Corte il pagamento delle proprie prestazioni.

⁴ In caso di *voluntary petition*, il debitore deve fornire le informazioni previste dalle *Official Forms* indicando, tra l'altro, il piano riorganizzativo di massima, se intende qualificarsi quale piccolo imprenditore e se è quindi disposto ad accettare le procedure previste dal *Chapter 11*.

⁵ Il debitore non può liberarsi di alcune obbligazioni espressamente citate alle sezioni 1141 e 727 del *Bankruptcy Code*.

Tab. 5 PROCEDURE DI RECUPERO DELLE IMPRESE IN CRISI: REQUISITI DI ACCESO PER PAESE E PER TIPOLOGIA DI PROCEDURA

Paesi	Data di entrata in vigore della normativa	Tipologia di procedura	Condizioni per avviare la procedura
Austria	1914	Riorganizzazione ordinaria.	Illiquidità o sovraindebitamento; pagamento del 40% dei debiti non garantiti e il resto entro 2 anni.
		Riorganizzazione coattiva.	Illiquidità o sovraindebitamento; pagamento del 20% dei debiti non garantiti e il resto entro 2 anni; possibile nel corso della procedura di fallimento.
Belgio	1997	Concordato giudiziario.	Temporanea difficoltà finanziaria che presenti buone probabilità di essere risolta.
		Amministrazione provvisoria. Mandato <i>ad hoc</i> .	Sospetto stato di insolvenza. Nessuna condizione.
Danimarca	1975	Sospensione dei pagamenti. transazione coattiva.	Impossibilità di onorare le obbligazioni. Nessuna in particolare.
Finlandia	1993	Ristrutturazione di impresa.	Difficoltà finanziarie.
Francia	1985 -1994	Mandato <i>ad hoc</i> . Procedura di transazione amichevole.	Difficoltà finanziarie, ma senza mancati pagamenti. Difficoltà finanziarie, ma senza mancati pagamenti.
Germania	1999	Riorganizzazione.	Impossibilità di onorare le obbligazioni e/o sovraindebitamento (si innesta su una procedura di liquidazione).
Grecia	1990	Ristrutturazione.	Profonde difficoltà finanziarie. Può innestarsi anche in una procedura di fallimento.
Lussemburgo	1934	Sospensione dei pagamenti.	Momentanea difficoltà di pagamento dovuta a evento esterno e imprevedibile. Beni sufficienti a soddisfare i creditori e forti potenzialità di ripresa.
		Amministrazione controllata. Tutoraggio.	Difficoltà finanziarie. Nessun fallimento pregresso. Difficoltà finanziarie ma ragionevoli possibilità di risanamento.
Irlanda	1990	Schema di transazione.	Solo per società di capitali in profonde difficoltà, anche se a procedura di liquidazione avviata.
		Amministrazione controllata.	Temporanee difficoltà finanziarie che presentino comprovate possibilità di essere risolte; meritevolezza dell'imprenditore.
Italia	1942	Concordato preventivo.	Difficoltà finanziarie, garanzie di pagamento dei debiti garantiti e del 40% di quelli non garantiti.
		Sospensione dei pagamenti.	Impossibilità di pagare i debiti esigibili, garanzia del tribunale.
Olanda	1896	Transazione.	Difficoltà o insolvenza, ma con possibilità di recupero.
		Ristrutturazione di impresa. <i>Management</i> controllato.	Difficoltà o insolvenza, ma con possibilità di recupero. Difficoltà o insolvenza, ma con possibilità di recupero.
Portogallo	1993	Ristrutturazione finanziaria.	Difficoltà o insolvenza, ma con possibilità di recupero.
		Amministrazione controllata.	Impossibilità, anche se imminente, di pagare i debiti, dimostrazione della vantaggiosità della procedura per i creditori o della possibilità di salvare almeno parte dell'azienda.
Regno Unito	1985-89	Amministrazione controllata.	Impossibilità, anche se imminente, di pagare i debiti, dimostrazione della vantaggiosità della procedura per i creditori o della possibilità di salvare almeno parte dell'azienda.
		Transazione volontaria.	Nessuna particolare condizione.
Spagna	1922	Sospensione dei pagamenti.	Difficoltà finanziarie temporanee.
Svezia	1996	Procedura di riorganizzazione.	Impossibilità, anche se imminente, di pagare i debiti, ragionevoli possibilità di recupero.
		Composizione giudiziale.	Si innesta su una procedura di riorganizzazione.
Stati Uniti	1978	Procedura di riorganizzazione volontaria (<i>Chapter 11</i>).	Nessuna condizione.
		Procedura di riorganizzazione involontaria.	Dimostrare che il debitore non paga i debiti esigibili.

Fonte: Commissione Ue (2002) e legislazioni nazionali.

Tab. 6 PROCEDURE DI RECUPERO DELLE IMPRESE IN CRISI: TITOLARITA' DEL CONTROLLO DELL'IMPRESA NEL CORSO DELLA PROCEDURA

Paesi	Data di entrata in vigore della normativa	Tipologia di procedura	Titolare del controllo dell'impresa
Austria	1914	Riorganizzazione ordinaria. Riorganizzazione coattiva.	Debitore con supervisione del curatore. Curatore fallimentare.
Belgio	1997	Concordato giudiziario.	Debitore con supervisione di un curatore nominato dal giudice.
		Amministrazione provvisoria. Il mandato <i>ad hoc</i> .	Amministratore nominato su istanza di parte interessata in temporanea sostituzione del <i>management</i> . Debitore con supervisione del curatore (l'autorizzazione del curatore è prevista per alcuni atti).
Danimarca	1975	Sospensione dei pagamenti. Transazione coattiva.	Debitore con supervisione del curatore. Debitore con supervisione del curatore.
Finlandia	1993	Ristrutturazione di impresa.	Debitore con supervisione del curatore.
Francia	1985 - 1994	Il mandato <i>ad hoc</i> .	Debitore con supervisione di un terzo mediatore.
		Procedura di transazione amichevole.	Debitore ma il piano di transazione lo predispone un conciliatore.
Germania	1999	Riorganizzazione.	Curatore fallimentare, ma il giudice può concedere che resti in capo al debitore.
Grecia	1990	Ristrutturazione.	Debitore con supervisione del curatore (se il debitore non rispetta i patti subentra il curatore).
Lussemburgo	1934	Sospensione dei pagamenti.	Debitore, ma è richiesta l'autorizzazione del curatore per ogni atto.
		Amministrazione controllata.	
Irlanda	1990	Tutoraggio.	Debitore.
	1963	Schema di transazione.	Debitore.
Italia	1942	Amministrazione controllata.	Debitore con supervisione del curatore.
		Concordato preventivo.	Debitore con supervisione del curatore.
Olanda	1896	Sospensione dei pagamenti.	Debitore e curatore congiuntamente.
Portogallo	1993	Transazione.	Debitore (in taluni casi in forma condizionata).
		Ristrutturazione di impresa. <i>Management</i> controllato.	Un nuovo consiglio di amministrazione. Nuovo amministratore delegato <i>ad hoc</i> .
		Ristrutturazione finanziaria.	Debitore (in taluni casi in forma condizionata).
Regno Unito	1985-89	Amministrazione controllata.	Curatore.
		Transazione volontaria.	Debitore sotto la sorveglianza di rappresentanti dei creditori.
Spagna	1922	Sospensione dei pagamenti.	Debitore, ma è richiesta l'autorizzazione del curatore per ogni atto.
Svezia	1996	Procedura di riorganizzazione.	Debitore con supervisione del curatore (l'autorizzazione del curatore è prevista per gli atti di alienazione).
		Composizione giudiziale.	Debitore con supervisione di incaricati nominati dai creditori.
Stati Uniti	1978	Procedura di riorganizzazione (<i>Chapter 11</i>).	Debitore (curatore solo in caso di frode o di istanza di parte).

Fonte: Commissione Ue (2002) e legislazioni nazionali.

Al polo opposto si colloca il modello adottato dall'ordinamento francese, dove la procedura di recupero prevede che il piano di riorganizzazione, che pure può stabilire che il debitore resti alla guida dell'impresa, sia omologato dal giudice. Quest'ultimo è il soggetto incaricato di accertare se esistano gli estremi per ritenere possibile il risanamento dell'impresa, a differenza del

caso statunitense, dove sono i creditori a decidere o meno in tale senso. Inoltre, qualora il giudice accerti la sussistenza di queste condizioni, può omologare un piano che preveda dilazioni e riduzioni dei debiti concordate con gli stessi creditori, nonché imporre ai dissenzienti dilazioni così lunghe da equipararli (in termini di valore attuale del loro credito) ai creditori consenzienti (ai creditori dissenzienti viene di fatto imposto di accettare una rifusione integrale del debito, ma con una dilazione e un tasso di sconto tale da rendere il valore attuale della somma eguale a quello che avrebbero avuto se avessero acconsentito ad approvare il piano di riorganizzazione)¹⁰.

Il modello inglese, invece conferisce, come quello americano, un rilievo modesto al ruolo, e all'intervento, del giudice, ma è molto sbilanciato a favore dei creditori (nella gran parte dei casi il debitore viene escluso dalla gestione dell'impresa nel corso della procedura).

PROCEDURE DI LIQUIDAZIONE E RISCHIO D'IMPRESA

Come anticipato nella pagine precedenti, nell'ambito delle procedure liquidatorie due sono gli aspetti che più influenzano il livello del rischio di impresa: la disciplina relativa alla sopravvivenza della responsabilità patrimoniale di imprenditore e amministratori dopo che la procedura si è chiusa, e lo stigma imposto dalla normativa a chi fallisce.

a) Responsabilità patrimoniale

Riguardo la responsabilità patrimoniale per i debiti non soddisfatti con la procedura liquidatoria, e che a tale procedura sopravvivono, una prima differenza rilevante si rinviene tra il caso in cui l'impresa fallita sia una società di capitali e quello in cui si tratti, invece, di un imprenditore individuale, o di una società di persone. Mentre nel caso della società di capitali il problema della sopravvivenza dei debiti generalmente non si pone perché è l'impresa stessa che si estingue al termine della procedura - o quando ciò non avviene ciò che resta è un guscio vuoto privo di *assets* - nel caso di imprenditore individuale o società di persone, invece, in alcuni ordinamenti - tra i quali l'Italia - la responsabilità per i debiti sopravvive e resta ad erodere eventuali guadagni futuri dell'imprenditore che ha fallito. Poiché questa tipologia di aziende è tipicamente di piccole dimensioni, di norma l'effetto di scoraggiamento sui nuovi investimenti finisce per essere più forte sulle piccole imprese che sulle grandi, che sono di norma organizzate come società di capitali.

Inoltre, alcuni ordinamenti, a differenza di quello italiano, prevedono che con la chiusura della procedura di liquidazione venga anche meno l'esigibilità dei crediti che sono rimasti insoddisfatti. Così avviene in Austria, in Belgio, in Francia, in Germania, in Spagna, nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Chiaramente in questa ipotesi l'imprenditore sa che nel caso che le cose andassero male potrà ricominciare da capo, con una nuova impresa, senza che eventuali futuri guadagni siano assorbiti dal pagamento di vecchi debiti. Ne consegue un rischio di impresa più

¹⁰Cfr. Stanghellini (2003) pg. 156 ss.

basso - e una maggiore propensione a fare nuovi investimenti e a crescere - di quello che invece deriva alle imprese italiane.

b) Sanzioni e stigma per l'imprenditore fallito

Nella gran parte dei paesi UE, e negli Stati Uniti, sanzioni - che possono anche comportare l'interdizione dall'esercitare un'attività commerciale - vengono imposte all'imprenditore fallito o, per le società di capitali, al *management* solo al ricorrere di illeciti penali o di serie scorrettezze professionali (così in Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Regno Unito, Svezia, Stati Uniti). In alcuni ordinamenti, però, (in genere quelli con una disciplina in materia fallimentare più datata) tra i quali quello italiano, all'imprenditore fallito vengono comminate alcune sanzioni, che finiscono per contrassegnarlo con una sorta di stigma, che sopravvive anche alla chiusura della procedura di liquidazione. In particolare, la nostra normativa prevede che - a meno di ottenere una riabilitazione, e relativa sentenza, a seguito di un procedimento, a ciò specificamente preposto - l'imprenditore fallito resti iscritto in un apposito registro. A tale iscrizione conseguono alcune incapacità, quali, ad esempio, la perdita dell'elettorato attivo e passivo, la perdita della capacità di esercitare alcune professioni di particolare rilievo economico e sociale (ad esempio l'avvocato, il commercialista o il farmacista), di rivestire pubblici uffici e di concorrere ad appalti per opere pubbliche. Tali disposizioni hanno rilevanza sul rischio d'impresa - e scoraggiano nuovi investimenti e crescita - soprattutto nel caso di aziende di piccole dimensioni. Infatti poiché si tratta di sanzioni di carattere personale non possono per definizione interessare le società di capitali¹¹ - forma giuridica che le aziende di grandi dimensioni assumono sempre, e le piccole solo in alcuni casi¹² - mentre colpiscono l'imprenditore individuale e i soci delle società di persone - forme giuridiche che interessano solo le piccole imprese -.

L'AZIONE REVOCATORIA: UNO STRUMENTO CHE INFLUENZA SIA IL TASSO DI INTERESSE PASSIVO SIA IL PREMIO DI RISCHIO

Il fine dell'azione revocatoria fallimentare è quello di ottenere una sentenza di inefficacia degli atti di alienazione compiuti dal debitore nel corso di un periodo più o meno ampio - a seconda degli ordinamenti - ma comunque antecedente alla dichiarazione di fallimento (detto "periodo sospetto"), che siano avvenuti a discapito o dell'ammontare complessivo dell'attivo, o della parità di trattamento di tutti i creditori. Essa è perciò diretta alla tutela non del singolo, ma di tutto il gruppo dei creditori e, come tale, può essere promossa solo dal curatore fallimentare e nell'interesse del gruppo.

Nel nostro ordinamento gli atti che possono essere soggetti a questo provvedimento sono:

¹¹ Alle società di capitali può essere estesa solo l'incapacità a concorrere ad appalti per opere pubbliche.

¹² Ad esempio in forma di Srl.

- atti a titolo gratuito e pagamenti anticipati avvenuti nei due anni antecedenti la dichiarazione di fallimento, che sono automaticamente inefficaci;
- atti cosiddetti “anormali”¹³ avvenuti nei due anni antecedenti la dichiarazione di fallimento, che sono inefficaci a meno che il soggetto terzo, che ha ricevuto il pagamento, non dimostri che ignorava lo stato di insolvenza del debitore;
- atti “normali” ossia di ordinaria amministrazione, per la regolare gestione dell'impresa, avvenuti nell'anno antecedente la dichiarazione di fallimento, se il curatore dimostra che il terzo conosceva lo stato di insolvenza del debitore.

Quest'ultimo caso ha un rilievo particolare ai fini della dimensione del rischio d'impresa. Infatti questa disposizione implica che la revocatoria può intervenire anche nel caso in cui non sia derivato alcun pregiudizio al patrimonio complessivo dell'impresa, ma sia stata eventualmente lesa la *par condicio creditorum* - ossia i creditori non siano stati trattati tutti in modo uniforme, a vantaggio di uno o più di essi -. La disciplina dell'azione revocatoria ha una particolare rilevanza sia ai fini dell'evoluzione della crisi d'impresa, sia ai fini dell'efficacia della procedura fallimentare.

In ordine al primo punto (evoluzione della crisi d'impresa) il fatto che esista un “periodo sospetto” così ampio eleva la rischiosità dei rapporti tra imprese e, ai primi segnali di crisi, induce inevitabili forme di cautela che finiscono per accelerare un processo di crisi, che in taluni casi sarebbe stato invece sanabile.

Nella tabella 7 sono riportati, per alcuni paesi, tipologie di atti soggetti all'azione revocatoria e ampiezza del “periodo sospetto” per ciascuna di esse.

Tab.7 ATTI SOGGETTI ALL'AZIONE REVOCATORIA E AMPIEZZA DEL “PERIODO SOSPETTO” (IN MESI).

	FRANCIA	GERMANIA	ITALIA	REGNO UNITO	STATI UNITI
Atti ordinari	Non soggetti	3	12	Non soggetti	3
Atti di valore anomalo e preferenziali	18	-	24	6-24	12

Fonte: Bianco e Marcucci (2001).

Dal confronto emerge che l'Italia è il paese nel quale per entrambe le categorie di atti (ordinari da un lato e anomali, o preferenziali, dall'altro) è previsto il “periodo sospetto” più esteso. Ma, soprattutto, risulta evidente che l'inclusione degli atti ordinari tra le fattispecie soggette alla revocatoria fallimentare non è affatto scontata: ad esempio, Regno Unito e Francia escludono del tutto questa possibilità. Scelta normativa che appare assai più razionale di quella adottata nel nostro Paese: non si vede perché, operazioni di pagamento che attengono alla vita ordinaria

¹³Tali atti elencati nell'art 67 Legge Fallimentare sono : 1) gli atti a titolo oneroso compiuti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito sorpassano notevolmente ciò che alui è stato dato o promesso; 2) gli atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con danari o con altri mezzi normali di pagamento, se compiuti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento; 3) i pegni, le anticresi e le ipoteche volontarie costituiti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento per debiti preesistenti non scaduti;.

dell'impresa - e che dunque non sono, in linea di principio, lesive del patrimonio complessivo di essa - al solo scopo di perseguire l'eguaglianza di trattamento tra i creditori debbano essere caricate di elementi di rischio che vanno a detrimento di tutti: debitore e complesso dei creditori.

Più pesanti sono invece, nei fatti, gli effetti sull'efficienza complessiva della procedura fallimentare. L'azione revocatoria, infatti, apre un vero e proprio processo civile, che si innesta sulla procedura concorsuale, che ne deve attendere l'esito per potere essere chiusa. Dati i problemi di lentezza della giustizia civile italiana, il risultato è che la liquidazione effettiva dell'impresa può avvenire anche dieci anni dopo che si è manifestata la crisi e pertanto, in molti casi, a dissoluzione del patrimonio dell'imprenditore, per abbandono, avvenuta. Ovviamente, l'aspettativa di tempi di attesa lunghissimi per ottenere il recupero dei crediti non può che comportare un'elevazione del tasso di interesse richiesto dalle banche per concedere il prestito o, comunque, costituire un incentivo a operare una scelta di razionamento del credito.

RIFORME IN CANTIERE E RIFORME POSSIBILI

Come abbiamo visto nelle pagine precedenti, la normativa italiana, in vigore dal 1942, che riguarda le imprese in crisi ha una rilevante influenza nel disincentivare la crescita dimensionale delle aziende. Tale risultato emerge anche con maggiore evidenza quando tale normativa è analizzata in comparazione con quella adottata negli altri paesi dell'Unione Europea e negli Stati Uniti.

Già da diversi anni la necessità di riformare la disciplina delle imprese in crisi è diffusamente sentita e più proposte di riforma sono state sul punto di essere esaminate dal Parlamento, senza che poi di fatto tale esame prendesse avvio.

In particolare, al termine del 2000 un disegno di legge, presentato dal Ministro della Giustizia¹⁴, e un progetto di riforma, avanzato dal gruppo parlamentare DS¹⁵, sono stati portati all'attenzione della Camera dei Deputati, ma, per entrambi, i lavori del Parlamento non sono stati mai avviati. Anche dalle associazioni di categoria sono state elaborate proposte: dall'Assonime, dalla Confindustria, dalle associazioni professionali di ragionieri e dottori commercialisti.

Alla fine del 2001 il Ministro della Giustizia ha, però, istituito una nuova Commissione di studio, presieduta dall'avvocato Trevisanato, che ha il compito di stilare, nella forma di un disegno di legge delega, una nuova riforma della disciplina della crisi d'impresa. La Commissione avrebbe, secondo il mandato, dovuto concludere i lavori e consegnare al Ministro il nuovo disegno di legge entro giugno 2002. Tuttavia i lavori, a tutt'oggi, non sono conclusi, e il contenuto della eventuale proposta rimane riservato. Al contempo, il 1 marzo 2002, il Consiglio dei Ministri ha approvato un disegno di legge in materia, volto a introdurre, in tempi brevi, modifiche alla legge

¹⁴ Disegno di legge n. 7458.

¹⁵ Disegno di legge n.7497.

per aspetti ritenuti di particolare urgenza. Tra queste modifiche ha, per le finalità e le argomentazioni esposte in questo capitolo, particolare importanza la riduzione delle sanzioni, e dello stigma per il fallito al solo periodo di svolgimento della procedura di liquidazione. Infatti, nel disegno di legge si prevede l'automatica cancellazione dal registro dei falliti al momento della chiusura della procedura di fallimento, senza che si renda più necessaria una sentenza di riabilitazione.

Anche questo disegno di legge, benché assegnato alla Commissione Giustizia del Senato¹⁶ non è stato ancora discusso.

Pertanto, seppure si constata una generale percezione dell'urgenza e della rilevanza di questa riforma, il quadro della possibile evoluzione normativa di questa disciplina appare ancora molto incerto nei tempi e, soprattutto, nei contenuti.

Limitatamente a quanto attiene agli aspetti di incentivazione degli investimenti, e della crescita dimensionale delle imprese, le proposte che sarebbe opportuno avanzare riguardano *in primis* una forma di sterilizzazione delle procedure concorsuali dalle conseguenze processuali dell'azione revocatoria. Come abbiamo visto, infatti, tale azione incide pesantemente sia nel rendere irreversibile un processo di momentanea crisi dell'impresa, sia nell'allungare indefinitamente i tempi di chiusura della procedura di liquidazione. Sotto il primo aspetto, sarebbe opportuna una modifica legislativa che fosse orientata non tanto a ridurre per tutti i casi l'ampiezza del "periodo sospetto" (come nel caso del disegno di legge presentato dal Ministro della Giustizia alla fine del 2000) quanto, piuttosto, ad eliminare del tutto la possibilità di proporre l'azione per il caso di atti di normale amministrazione (ossia per il caso di quegli atti che servono alla normale gestione dell'azienda e che non pregiudicano il livello complessivo dell'attivo). Se, infatti, si grava questo genere di transazioni del rischio di essere revocate (imponendo, a chi abbia fatto regolari scambi commerciali con l'impresa in crisi, di restituire quanto ricevuto a suo tempo in pagamento), si impedisce, di fatto, all'impresa in difficoltà di operare e la si condanna prematuramente al fallimento. Più complicato da correggere è invece l'effetto di ritardo nel recupero dei crediti che l'esercizio dell'azione revocatoria provoca (tale ritardo è dovuto al fatto che l'azione revocatoria apre un processo civile di cui bisogna attendere l'esito per proseguire e chiudere la procedura di liquidazione). Una proposta interessante è quella avanza da Stanghellini (2000) che suggerisce di consentire la cartolarizzazione dei crediti rispetto ai quali è esperibile l'azione revocatoria, ossia di conferire al curatore la possibilità di cedere (ad esempio un istituto finanziario) crediti in contenzioso, o, comunque, rispetto ai quali sarebbe esperibile l'azione revocatoria contro il pronto pagamento di una parte del loro valore nominale. Il tasso di sconto sarebbe determinato dalle aspettative sul tempo necessario per avere la sentenza sulla revocatoria (e dunque la liquidazione del credito) - e, perciò, dal grado di efficienza della giustizia civile - e dal grado di rischio rispetto al successo nella causa - e pertanto dalla fondatezza giuridica delle motivazioni che sostengono l'azione -.

¹⁶ Atto Senato 1243.

Ancora a proposito delle procedure di liquidazione, particolare rilievo avrebbe l'eliminazione di sanzioni e stigma per l'imprenditore fallito che non si sia reso colpevole di illeciti penali. L'abolizione andrebbe concepita anche in modo più radicale di quanto previsto dal disegno di legge volto all'introduzione delle misure urgenti¹⁷ presentato in Senato: in tale disegno le sanzioni cessano di essere comminate al momento della chiusura della procedura; chiusura che però può richiedere anche dieci anni di tempo. Sarebbe invece opportuno comminare sanzioni solo nel caso in cui al fallimento si abbinino illeciti penali ed escludere del tutto conseguenze personali - e stigma - per l'imprenditore e gli amministratori che tali illeciti non abbiano compiuto.

Anche prevedere che la chiusura della procedura determini l'estinzione di tutti i debiti insoddisfatti (cosiddetto *fresh start*) - anche se poco cambierebbe sul piano pratico per i creditori, che comunque hanno pochissime possibilità di essere soddisfatti in un momento successivo alla chiusura del fallimento (e dunque non opererebbe effetti negativi su tasso di interesse passivo e grado di razionamento), - potrebbe invece ridurre il rischio d'impresa.

Avrebbe, al contempo, rilievo introdurre il rispetto della priorità assoluta dei creditori garantiti (quali sono di norma le banche) nella distribuzione del denaro ricavato dalla liquidazione dell'azienda. Ciò per la sola ragione che maggiori garanzie nel recupero dei crediti opererebbero nel senso di una riduzione dei tassi di interesse passivi e del razionamento del credito.

Importante ai fini di tale riduzione sarebbe poi l'introdurre una regola che, in analogia con quanto avviene nel sistema tedesco, subordinasse all'assenso dei creditori la vendita degli *assets* in occasione della liquidazione a soggetti collegati ai soci dell'impresa fallita (ciò al fine di disincentivare l'effetto "fenice").

Rispetto alle procedure di recupero, che, nel nostro ordinamento, consentono al debitore spazi di negoziazione minimi: da un lato sarebbe necessario rivederne in modo profondo l'impianto per trasformarle da occasioni (peraltro condizionate a requisiti così stringenti da comprometterne di fatto l'utilità) per ottenere una dilazione dei pagamenti, quali sono ora, a possibilità di rinegoziare contenuto e ammontare dei debiti (ricalcando, per questi aspetti, le disposizioni del *Chapter 11* statunitense); dall'altro sarebbe opportuno consentire anche ai creditori di avviare la procedura e, dunque, di impostare il piano di riorganizzazione, anche nel caso in cui si lasci il debitore alla guida dell'impresa. Ciò consentirebbe per il primo aspetto di ridurre il rischio d'impresa e per il secondo di contenere il costo e il razionamento del credito. Più in generale, poi, avrebbe particolare rilevanza che, in questo genere di procedure dove l'impresa, per definizione, continua la sua attività, potessero essere i diretti interessati - imprenditore, o *management*, e creditori - a prendere decisioni rispetto alle quali, per esperienza di attività commerciale e del mercato in genere, hanno una competenza di gran lunga superiore a quella del giudice o del curatore che, per l'attuale disciplina, sono chiamati a sostituirli nella gestione dei loro interessi.

¹⁷ Atto Senato 1243.