

Appunti sulla procedura del *Chapter 11*

[Maurizio Onza]

[2 novembre 2012]

1. Cenni introduttivi (con uno sguardo al diritto fallimentare, e non, italiano) () (**)

Stante la vastità della materia, a fronte di un'esigenza di specificità dell'analisi, indispensabile al presente contributo, sembra inevitabile limitarsi a proporre alcune osservazioni sulle caratteristiche di fondo, di radice del sistema

* Testo, con qualche messa a punto, dell'intervento svolto al convegno, tenuto il 27 novembre 2009 presso la Libera Università Internazionale degli Studi Sociali Guido Carli di Roma, dal titolo *Il fallimento Lehman Brothers*.

** Il contributo trae spunto dalla, e attinge alla, ricerca di DE SENSI, ONZA, RUOTI, *La ristrutturazione dell'impresa in crisi. Una comparazione tra diritto italiano e statunitense*, a cura di V. De Sensi, 2006, pubblicata sulla rivista telematica Archivio CE.RA.DI., reperibile sul sito <http://www.archivioceradi.luiss.it> (specificamente, v. ONZA, Parte II, Cap. I, §§ 1-3, 65 ss.; e ID., Parte II, Cap. II, 86 ss.); ad essa, e con riguardo agli argomenti trattati nel § 2, sia perciò consentito il rinvio per gli opportuni ed indispensabili riferimenti bibliografici, ai quali potrebbero aggiungersi i successivi saggi di MASSELLA DUCCI TERI, *Il dibattito statunitense sulla attualità della procedura di Chapter 11*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 597 ss., e, in una prospettiva di più ampia comparazione tra ordinamenti, di SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 566 ss. Rispetto al § 1, il tema è naturalmente tanto vasto da rendere sostanzialmente vano il tentativo di una finanche parziale bibliografia. Senza alcuna pretese di completezza, di una qualche utilità, forse, potrebbe essere l'indicazione di alcuni tra i lavori – oltre a quelli citati in nota – che hanno fondato le riflessioni esposte nell'introduzione, e così: (a) sul diritto fallimentare, v. AA.VV., *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Milano, 2008, *passim*; F. D'ALESSANDRO, *Il "nuovo" concordato fallimentare*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 349 ss.; ID., *La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma: profili generali*, in *Giust. civ.*, 2006, II, 329 ss.; ID., *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 411 ss.; GALLETTI, *I piani di risanamento e di ristrutturazione*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2006, 1195 ss.; GUERRERA, MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di « riorganizzazione »*, in *Riv. soc.*, 2008, 17 ss.; FERRI JR., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 747 ss.; LIBERTINI, *(L'uso alternativo delle procedure concorsuali) Intervento*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 296 ss.; PISCITELLO, *Piani di risanamento e posizione delle banche*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, I, 538 ss.; PORTALE, *La legge fallimentare rinnovata: note introduttive (con postille sulla disciplina delle società di capitali)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, I, 367 ss.; PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006, I, 16 ss.; SPADA, *Autorità e Libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I, 703 ss.; STANGHELLINI, *La nuova revocatoria fallimentare nel sistema di protezione dei diritti dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 69 ss.; VICARI, *I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 478 ss.; più di recente, MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società, Liber Amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 813 ss.; PORTALE, *Dalla « pietra del vituperio » alle nuove concezioni del fallimento e delle altre procedure concorsuali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, I, 389 ss.; PRESTI, *Rigore è quando l'arbitro fischia?*, in *Fall.*, 2009, 25 ss.; SCIUTO, *Effetti legali e negoziali degli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 337 ss.; AMBROSINI, CAVALLI, JORIO, *Il fallimento*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, XI, **, Padova, 2009, *passim*; (b) sulla c.d. globalizzazione e sulla *lex mercatoria*, tra i molti, v., GROSSI, *Globalizzazione, diritto, scienza giuridica*, in *Foro it.*, V, 2002, 151 ss.; BONELLI, voce « Lex mercatoria », in *Digesto delle Discipline Privatistiche. Sezione commerciale*, IX, Torino, 1993 (rist. 2003), 11 ss.; successivamente, ANGELICI, *La lex mercatoria e il problema del codice di commercio*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 361 ss.; (c) sullo scioglimento delle società, v. FERRI JR., *Fallimento e scioglimento delle società*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 1 ss.; NICCOLINI, *Gestione dell'impresa nella società in liquidazione: prime riflessioni sulla riforma*, in *Riv. soc.*, 2003, 895 ss.; e ID., *La « revoca dello stato di liquidazione » delle società di capitali*, in AA.VV., *Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa e G.B. Portale, IV, Torino, 2007, 31 ss.

fallimentare nord-americano e, segnatamente, della procedura del *Chapter 11*, che sembrano di particolare interesse rispetto al problema del fallimento *Lehman Brothers*. Si tenterà, allora, di contribuire alla ricostruzione del quadro normativo, o degli orientamenti di un quadro normativo complesso, nel quale, appunto, si svolge la vicenda *Lehman*.

In via introduttiva, si potrebbe osservare come la vicenda *Lehman* testimoni un problema che, oltre ad essere più che mai attuale, è, forse, uno dei problemi della modernità, della contemporaneità, se si vuole, di quel “conflitto attuale” – come è stato efficacemente definito – che si genera con la crisi dell’impresa: conflitto attuale su un “patrimonio conteso”, per definizione incapace, o prospetticamente incapace, alla piena soddisfazione delle pretese vantate su di esso. E cioè, ecco il problema della contemporaneità, un patrimonio conteso da soggetti che appartengono ad ordinamenti giuridici, “nazionali”, diversi¹. E non si tratta tanto e soltanto di prendere atto della vocazione - per usare un termine ormai frequente e referente di una pluralità di significati non tutti tecnici, messi adeguatamente a fuoco – alla “globalizzazione” del diritto commerciale; quanto, più incisivamente, della circostanza che la disciplina della crisi dell’impresa è una disciplina della quale il “mercante globalizzato” non può più non tenere conto. E ciò, almeno in questo senso: della disciplina “sul patrimonio imprenditoriale conteso” chi vanta o intenderà vantare pretese, come partecipante, massimamente come finanziatore, dovrà, nella scelta, tutta economica, di partecipare, interrogarsi; e probabilmente essa costituisce uno tra gli elementi su cui basare la decisione. Da qui, sia la tendenza - più che ad “unificare” materialmente, ad uniformare le diverse discipline sulla crisi dell’impresa, aumentando prevedibilità e conoscibilità e risolvendo potenziali o materiali conflitti di legge - a rendere le diverse discipline permeabili [v. nell’Unione Europea, il regolamento sulle procedure di insolvenza transnazionali: Reg. (Ce) 29 maggio 2000 n. 1346/2000]; sia l’esigenza, allora più concettuale, di avvicinare (si passi l’espressione evocativa) “lo spirito” di tali discipline, di porsi, in un certo senso, oltre ed al di là – rispetto allo spazio, alla localizzazione - di chi adotti

¹ Sono espressioni e riflessioni mutuare da SCIUTO, *Crisi dell’impresa e crisi della sovranità statale nel mercato globale (convergenza, concorrenza e coordinamento delle norme nazionali)*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, 413 ss. V., anche, FLESSNER, *La conservazione delle imprese attraverso il diritto fallimentare. Uno sguardo di diritto comparato*, in *Dir. fall.*, 2009, 1 ss.

l'iniziativa economica, concentrandosi sulla regolamentazione del conflitto sul "patrimonio conteso".

E per questo rispetto, l'esperienza statunitense del *Chapter 11* è emblematica. Emblematica per la forza espansiva di un "modello" (non, ben inteso, esclusivo dell'ordinamento d'oltre oceano) teso ad attribuire un ruolo determinante *nel concorso sulla gestione* (in senso molto ampio ed atecnico) del "patrimonio conteso" - perché in crisi - a chi su quel patrimonio vanta pretese, e si potrebbe aggiungere, pretese "non residuali", da soddisfare prima di chi abbia adottato l'iniziativa economica e, perciò, ne sopporta il rischio "per ultimo". In questo passaggio, le teoriche più sensibili hanno colto l'accentuazione del distacco tra il debitore, il, per così dire, titolare dell'impresa in crisi, ed i finanziatori, distacco che, incentrandosi sul "patrimonio conteso", apre lo spazio ad un intervento determinante su come regolare le pretese su di esso. Valorizzando una prospettiva che, lungi dal presentarsi di paternalistica tutela del finanziamento, nella misura nella quale l'economia di mercato - ed oggi potrebbe dirsi, almeno nell'Unione Europea: « sociale di mercato »² - è innanzitutto uno spazio governato dalla Libertà consapevole, volge verso soluzioni che apprestino all'autonomia dei privati il più ampio spazio di operatività: privilegiando, coerentemente, una strategia di cooperazione tra privati, apprestando tutele di carattere procedurale, formali, per i creditori più deboli ed adottando tecniche per la riduzione dei costi di transazione. Prospettiva, dunque, che consente di non escludere una *ricalibrazione* del patrimonio conteso, una riqualificazione di esso, dell'investimento "globale", secondo sensibilità imprenditoriali diverse, orientamenti imprenditoriali diversi. Il patrimonio conteso può, cioè, ri-orientarsi verso fini imprenditoriali, può continuare ad orientarsi per fini produttivi, con il concorso, determinante e in regime di Libertà consapevole, di chi ha interessi su quel patrimonio.

E di tutto questo, soffermando un momento lo sguardo sull'ordinamento italiano, si possono, forse, rinvenire indizi. Non solo nel diritto fallimentare assestato dopo il ciclo di riforme del 2005-2007³ (nella

² Art. 3, 3° comma, Trattato sull'Unione Europea.

³ D.l. 14 marzo 2005, n. 35, convertito con modificazioni in l. 14 maggio 2005, n. 80; d.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5; d.lgs. 12 settembre 2007, n. 169.

disciplina dell'esercizio provvisorio, nelle modalità di liquidazione dell'attivo, e, naturalmente, nel riformato concordato preventivo e negli, tanto innovativi quanto problematici, accordi di ristrutturazione del debito⁴). Ma anche nel diritto delle società di capitali *in bonis*, osservando, specificamente, (il regime del)la liquidazione derivante dallo scioglimento ri-scritta con la riforma organica del 2003⁵: (i) revocabile, anche in assenza di pagamento dei creditori, purché non vi sia il loro dissenso⁶ ed (ii) alla gestione della quale la logica imprenditoriale, il momento imprenditoriale è, e rimane, coesistente (v. l'indicazione, per gli amministratori, di conservare integrità e valore del patrimonio sociale⁷, eliminando il divieto di compiere nuove operazioni⁸; e, per i liquidatori, l'indicazione di compiere atti utili per la liquidazione, cedendo eventualmente l'azienda sociale⁹); liquidazione per scioglimento, ancora, per le società di capitali non più provocata dall'apertura del fallimento, ammettendosi la persistenza del rapporto sociale nonostante il fallimento dell'ente. Alla soddisfazione dei creditori, dei finanziatori, alla cura del loro interesse non sembra allora ostare "pre-concettualmente", neppure in fase liquidatoria, *in bonis* o concorsuale, un rinnovato impiego produttivo dei beni aziendali, assicurandone così la destinazione imprenditoriale, eventualmente mutandone il "titolare". In definitiva, volendo semplificare in poche battute ben più impegnative ed argomentate posizioni teoriche di ampio respiro, potrebbe forse dirsi che nel regime legale, l'interesse del finanziatore, se nello svolgimento del rapporto sociale è un interesse, per così dire, quasi "silente", tutto mirante all'adempimento dell'obbligazione di restituzione di quanto prestato¹⁰ – e perciò tendenzialmente "conservativo" (v. l'opposizione all'uscita

⁴ Su questi profili, v. SPADA, *Nuova Didattica, Parte Generale. Storia, Lessico e Istituti*, 2° ed., Padova, 2009, 33 ss. Conservazione delle "utilità" organizzate per la produzione di ricchezza riscontrabile pure nella disciplina dei patrimoni e dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare (artt. 155, 2° comma, e 72 *ter* r.d. 16 marzo 1942, n. 267).

⁵ D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.

⁶ Art. 2487 *ter* c.c.

⁷ Art. 2486, 1° comma, c.c.

⁸ Previsto nel pre-vigente art. 2449, 1° comma, c.c.

⁹ Artt. 2489, 1° comma, e 2487, 1° comma, lett. *c*), c.c.

¹⁰ Anche quando si tratti di creditori "organizzati", tipicamente gli obbligazionisti, ché, in fondo, le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti sono pur sempre dettate da, e non sono suscettibili di oltrepassare, l'« interesse comune » delle "classe" (art. 2415, 1° comma, n. 5, c.c.), il quale non può non riassumere l'interesse in un certo senso "statico" alla restituzione del prestato.

delle risorse stabilmente destinate: riduzione reale del capitale sociale¹¹) – salvo di “compartecipazione” (v. strumenti finanziari partecipativi¹²), veicolo di rilascio di posizioni interlocutorie (: i diritti amministrativi, miranti, tuttavia, al “controllo”, affidato, perciò, a soggetti indipendenti¹³); quell’interesse, al momento della “crisi” dell’impresa, emerge, lo si ripete, come criterio di orientamento dell’attività, orientamento però pur sempre “imprenditoriale”, compatibile con forme più o meno incisive di ricollocamento produttivo delle utilità destinate all’attività di impresa. Massimamente, attraverso una vera e propria riorganizzazione; ma, ugualmente, quando la “crisi” si fronteggia liquidando le utilità destinate, dovendosi almeno riconoscere la compatibilità tra tutela della dinamica produttiva del complesso imprenditoriale ed interesse al recupero di quanto prestato. Finalità, conservative o liquidative, si vorrebbe aggiungere, più o meno intensamente concordate, più o meno immuni dall’intervento, eteronomo, dell’Autorità, l’elemento di un concorso dei finanziatori, diversi dai soci, nella soluzione liquidativa marcando, in radice, la differenza tra liquidazione *in bonis* – ove l’intervento dei creditori si incentra sull’opposizione alla “riattivazione” dell’investimento conseguente alla revoca della liquidazione - e liquidazioni non *in bonis*¹⁴, in queste innestandosi, poi, profili, appunto, di eteronomia.

¹¹ Art. 2445, 3° comma, c.c. e, v., nelle operazioni cc.dd. straordinarie, gli artt. 2503 e 2503 *bis* c.c.

¹² Art. 2436, ult. comma, c.c.

¹³ Art. 2351, ult. comma, c.c., ammettendosi, in ragione dell’attribuzione dei diritti amministrativi, il potere di contribuire all’efficacia della deliberazione dell’assemblea dei soci pregiudizievole (art. 2376 c.c.).

¹⁴ Si pensi, nella procedura fallimentare italiana, al ruolo del comitato dei creditori, cui compete, tra l’altro, l’approvazione del piano di liquidazione (art. 104 *ter*, 1° comma, r.d. n. 267/1942); cfr., comunque, VIGO, *Un’occasione di confronto fra la riforma societaria e quella fallimentare - L’apologo del comitato dei creditori*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 521 ss.

2. Aspetti generali della procedura del *Chapter 11*

Passando all'analisi, necessariamente sommaria, di alcuni profili della procedura di *Reorganization* e sulla base delle superiori (brevi) riflessioni, si possono fissare almeno i seguenti aspetti generali:

- (a) l'ordinamento giuridico reagisce alla "crisi" dell'impresa declinando una serie di regole che si fanno carico di comporre una pluralità di interessi di vario titolo ed in vario modo coinvolti nella stessa, interessi, quindi, eterogenei;
- (b) pluralità ed eterogeneità degli interessi coinvolti giustificano una disciplina *ad hoc* – e sotto vari profili derogatoria - rispetto al diritto comune;
- (c) l'eterogeneità degli interessi coinvolti, in uno con la valorizzazione, nella composizione, dell'autonomia privata, suppone e propizia la tendenziale riconduzione ad omogeneità degli interessi, individuandone tratti comuni. D'onde il ricorso, quasi spontaneo, alla suddivisione in classi dei finanziatori;
- (d) le *regole* sulla composizione della "crisi" possono essere riguardate in ragione dell'obiettivo che intendono perseguire, liquidazione dell'utilità destinate all'attività ovvero continuazione dell'attività in "crisi". In altri termini: massima soddisfazione dei creditori, da un lato, e salvaguardia dell'attività produttiva, dall'altro. Obiettivi diversi e pur tuttavia, oggi più di ieri, permeabili;
- (e) la legislazione nordamericana predilige la finalità di continuazione dell'attività, la riorganizzazione consentendo (sia pur non necessariamente) all'impresa la produzione di nuova ricchezza: il diritto fallimentare si connota, così, quale diritto dell'impresa, di riorganizzazione dell'impresa;

- (f) tutto ciò, al fondo, lascia intravedere - e qui c'è probabilmente la portata "concettuale" del *Chapter 11* - la necessità di prendere atto che la tutela dei finanziatori non è incompatibile con la continuazione dell'attività di impresa, anzi potrebbe dirsi, si "nutre" di essa. Donde la possibilità, senza il dissenso, o con il consenso, dei creditori, di procedere ad una ricalibrazione dell'investimento "globale".

Il *Chapter 11* è contenuto nel *Bankruptcy Reform Act* del 1978, *Code* che, quanto ad efficacia nello spazio - e ciò è significativo per quanto sopra si diceva sulla delocalizzazione - copre una latitudine tale da essere « *enforceable* » in tutti ed in ciascuno Stato appartenente all'Unione, essendo una legge federale, contenuta nel Titolo 11 dell'*United States Code*. La carattere federale del *Code* segna una profonda differenza rispetto alle *state debtor-creditor laws* (o *state collection laws*): queste essendo incentrate sull'azione individuale di un singolo creditore ("sulla corsa individuale"), la soddisfazione delle cui pretese si calibra sulla diligenza (e, prima, sull'accesso all'informazione) nell'aggressione dei beni del proprio debitore. Viceversa, le regole della *bankruptcy* considerano il singolo creditore *in quanto* appartenente ad una *classe*, riducendo i costi dell'aggressione attraverso, sostanzialmente, pluralità di aggregazioni organizzate, al punto di assicurare la parità di trattamento non già tra i creditori "corridori" *singolarmente* bensì, appunto, in funzione dell'inserimento in una classe. Si apprezza, vale a dire, siccome disciplina conformata come "*collective creditor collection action*" a fronte di un « *common pool problem* in un'ipotesi di *common disaster* »¹⁵, del tutto irrilevante essendo la diligenza, nell'esercizio delle proprie pretese, dei singoli; agevole è, quindi, la comprensione della conseguenza speculare, per la quale, iniziata una procedura di *bankruptcy*, il singolo creditore non è legittimato a soddisfarsi sui beni del debitore, in sede "extra-concorsuale", a danno di un altro.

La questione cruciale diventa, pertanto, l'obbligatorietà della procedura collettiva poiché, in assenza, è razionale ipotizzare che ciascun creditore agisca individualmente, "corra" per tentare una soddisfazione integrale. Obbligatorietà consegnata all'Autorità - non ad accordi tra le parti, suscettibili di violazione a "costi" più bassi - ed assistita da un rimedio, in caso di

¹⁵ V. ANGELICI, *Diritto commerciale I*, Roma-Bari, 2002, 226.

violazione, a carattere reale: è la funzione assegnata al c.d. *automatic stay* che impedisce azioni di condanna o esecutive individuali, il mancato rispetto del quale espone il creditore che ha “corso da solo” alla restituzione del *quantum* ricavato. Il c.d. *automatic stay*, in vero, non solo assicura la parità di trattamento tra creditori; bensì tutela il debitore, imponendo alle ragioni dei creditori un esercizio “ordinato e sotto la supervisione della Corte Fallimentare”. L’efficacia del c.d. *automatic stay* si caratterizza, sotto il profilo della durata, per l’automaticità, (i) iniziando con il deposito della *bankruptcy petition*¹⁶, senza alcuna necessità di specifica richiesta o notificazione, e (ii) cessando, nel caso di *Chapter 11*, al momento della *confirmation* del piano di *reorganization* (piano, come si vedrà tra un attimo, centrale e caratterizzante il *Chapter 11*), a seguito della quale si concede la c.d. esdebitazione¹⁷.

Isolando, allora, preliminarmente taluni aspetti della funzione e della struttura della procedura di *Reorganization*, si può sottolineare che è una procedura (i) predisposta da una legge, e poi, federale; (ii) governata da un’autorità giudiziaria; (iii) i destinatari della quale sono « *persons* »; (iv) attivata (prevalentemente) a causa di insolvenza: prevalentemente e non esclusivamente, essendo il debitore legittimato (c.d. *voluntary case*) a dar inizio alla procedura di *Reorganization* (nonché, oggi, di *Liquidation*, regolata nel *Chapter 7*) anche in assenza di *insolvency* in senso proprio; (v) volta alla soddisfazione dei creditori a mezzo *reorganization* del patrimonio del debitore (salvo conformazione del *plan* quale *liquidation plan*).

Alla soddisfazione dei creditori, considerati come un unico soggetto articolato in classi, si presenta speculare la liberazione del debitore perseguendo obiettivi di efficienza e di giustizia distributiva. Profilo, questo, di primaria importanza: infatti, nonostante nel linguaggio comune il termine *bankruptcy* suggerisca una « *financial ruin or death* », gli obiettivi « *of bankruptcy are twofold: resolving the competing claims of multiple creditors and freeing the debtors from its financial past* ». La liberazione del debitore dal suo passato finanziario (la c.d. esdebitazione) contribuisce a puntualizzare il “perché delle regole” costituito da una particolare forma (quella di *bankruptcy*) di *relief* (liberazione da obblighi e

¹⁶ In tutti i casi: *voluntary, involuntary* e *joint*.

¹⁷ In senso lato, quale liberazione del debitore, v. *infra* nel testo.

responsabilità) del debitore, capace di realizzarsi attraverso due generali e distinti strumenti: la *liquidation* e la *reorganization*. A ben vedere, la *Reorganization* costituisce una sorta di “variante” procedurale, una sottoclasse della c.d. *rehabilitation*, consistente in un procedimento di riorganizzazione dei « *financial affairs so that the debtor may continue to exist as a financial entity, with creditors satisfying their claims from the debtor's future earnings* », che si concreta con l’approvazione, l’omologazione e l’esecuzione di un piano di pagamento dei creditori. Ed è sul versante dell’efficienza che si può cogliere agevolmente la scelta legislativa di approntare due forme alternative, *liquidation* e *reorganization*, di *relief*. Nella misura nella quale la prima incide sui *beni esistenti* nel patrimonio del debitore, si produce una perdita secca di efficienza in tutti i casi in cui il debitore, *individual* o *business entity*, sia destinatario di una positiva valutazione di capacità produttiva (meglio: di capacità di produrre nuova ricchezza), sui proventi della quale i creditori potrebbero soddisfarsi: se il valore dei proventi futuri attesi supera l’attivo distribuibile a mezzo liquidazione, la massimizzazione della soddisfazione dei creditori condurrebbe piuttosto verso una riorganizzazione dell’attività del debitore che alla relativa liquidazione. La *rehabilitation* produce, del resto, effetti positivi per il debitore: se *individual*, conservando sia il merito di credito antecedente all’apertura della procedura sia la titolarità di alcuni beni; se *business entities*, continuando l’attività, e, quindi, preservandone il valore. Nonostante l’evidente relazione tra *rehabilitation* ed esdebitazione, nella procedura di *Reorganization* l’esdebitazione (c.d. *discharge*) del debitore e, soprattutto, del debitore costituito in ente è coesistente alla procedura stessa, coesistente alla riorganizzazione dell’attività attraverso l’omologazione della Corte (c.d. *confirmation*) e l’esecuzione di un piano di ristrutturazione di pagamento dei creditori (c.d. *plan*), coinvolgendo le obbligazioni contenute nel *plan*, le quali sostituiscono (con un meccanismo di « *novation* ») quelle assunte dal debitore prima dell’inizio della procedura. Ed al perseguimento della *new chance in life* è, a ben vedere, preordinato anche il regime delle *exemptions*, dei beni appartenenti all’*individual debtor* sottratti all’esecuzione.

2.1. (Segue) destinatari della procedura e condizioni di applicazione

Destinatari della procedura del *Chapter 11* (e del *Chapter 7*) sono « *persons* », più in generale qualunque « *entity (such as a corporation) that is recognized by law as*

having rights and duties of a human being », persone fisiche o giuridiche (*partnerships, corporations*): Dunque: *individual, partnership* (indipendentemente dai *partners*) e *corporation*.

Sulle condizioni di applicazione delle regole, può dirsi questo: nella *involuntary petition*, il *Code* ha collegato l'insolvenza alla condizione di mancato pagamento dei propri debiti alla scadenza (c.d. « *equity insolvency* »). Qui, le condizioni d'uso del termine « *insolvency* » sono essenzialmente due: « *the condition of being unable to pay debts as they fall due or in the usual course of business* » e « *the inability to pay debts as they mature* », dirigendo l'indagine conseguente su un accertamento concreto e dinamico.

L'impronta privatistica delle procedure si registra innanzitutto nell'allocazione della competenza all'accesso di titolarità esclusiva, nei cc.dd. *voluntary cases*, del debitore; e, nei cc.dd. *involuntary case*¹⁸, dei creditori purché *eligible petitioning creditors*, condizione dipendente da profili soggettivi (pluralità di creditori agenti) e da profili oggettivi (esposizione complessiva). Più nel dettaglio, nei cc.dd. *voluntary cases*, il debitore è tenuto al deposito di un'istanza, la c.d. *petition*, redatta secondo le prescrizioni dettate dall'*Official Form*, nella cancelleria della Corte fallimentare competente, allegando, tra l'altro, la lista di propri creditori: gli uffici fallimentari rimangono estranei all'attivazione della procedura. Al deposito della *petition*, consegue la concessione dell'*order of relief* e, nella procedura di *Liquidation*, la nomina del *Trustee*. Viceversa, nei cc.dd. *involuntary cases*, requisito necessario per ottenere la concessione dell'*order of relief* è, oltre al deposito della *petition*, la prova dell'insolvenza (cc.dd. *grounds for involuntary relief*). In ogni caso, tanto nei cc.dd. *voluntary* quanto nei cc.dd. *involuntary cases*, il deposito della *petition* è sufficiente alla produzione di effetti giuridici essenziali, costituiti dall'efficacia del c.d. *automatic stay* e dalla formazione della massa fallimentare, la quale si risolve in un vincolo di destinazione dei beni del debitore alla soddisfazione dei creditori, divenendo *property of the estate*. Sicché, per i cc.dd. *involuntary cases*, il *relief* viene concesso in un tempo successivo al deposito della *petition*, sulla base della prova, somministrata dai creditori istanti, delle *substantive grounds* o, comunque, in mancanza di tempestiva opposizione del debitore: un arco temporale, c.d. *gap*

¹⁸ Distinzione rivalente in sede sia di accesso alle procedure sia di conversione tra procedure.

period, nel quale il debitore è legittimato a continuare l'attività, salvo eventuali limitazioni imposte dalla Corte. Qualche ulteriore ragguaglio sui cc.dd. *involuntary cases*, può essere utile. A seguito del deposito della *petition* da parte dei creditori istanti presso la cancelleria della Corte competente, unitamente ad alcuni documenti prescritti dal *Code*, si provvede alla notificazione dell'istanza al debitore, onde garantire l'opposizione per carenza dei presupposti e delle condizioni richieste dal *Code*. Due, allora, i possibili esiti del deposito della *petition*: emissione dell'*order for relief*, la procedura avviandosi, ovvero rigetto della *petition*; quello legittimando la prosecuzione della procedura, questo estinguendola ed obbligando i creditori istanti al risarcimento del danno, delle spese legali e del procedimento. Il rigetto della *petition*, è bene ricordarlo, può derivare dall'accordo di tutte e di ciascuna delle parti in giudizio, se approvato dalla Corte.

2.2. (Segue) la scelta tra procedura di *Liquidation* e procedura di *Reorganization*

L'inizio della procedura di *Reorganization* è commesso alla volontà dei soggetti coinvolti nel dissesto. Prima di proseguire nell'analisi delle norme, in particolare quelle riguardanti il c.d. *plan*, allora, ci si potrebbe interrogare su vantaggi e svantaggi della scelta di accedere o meno alla procedura del *Chapter* 11, sia da parte del debitore sia da parte dei creditori, compendiando così le alternative possibili a fronte della crisi dell'attività o dell'insolvenza (in senso ampio) del debitore:

- (a) il c.d. "*doing nothing*": soluzione perseguibile solo qualora il debitore convinca i creditori dell'effettiva possibilità di adempiere alle proprie obbligazioni, risparmiando i costi della procedura;
- (b) la conclusione di un "*out-of-court workout*": è strumento debole, ad efficacia obbligatoria, che non genera l'attivazione del c.d. *automatic stay*, rendendo più difficile la riorganizzazione dell'attività produttiva del debitore;

(c) la *petition* per la procedura di *Liquidation*: in questo caso, non rileva tanto la volontà di liquidare il patrimonio del debitore, alla liquidazione potendosi comunque giungere attivando la procedura del *Chapter 11*. Piuttosto, il tema concerne il “controllo” della procedura, affidato nella *Liquidation* al *Bankruptcy Trustee* (alla cui nomina hanno titolo i creditori, sebbene nella pratica la nomina sia effettuata dal *United State Trustee*, scegliendo tra iscritti ad elenchi di *trustee* privati), rappresentante della *property of the estate*, il quale procederà alla relativa *collection* - compito facilitato dalla presentazione della lista dei creditori predisposta dal debitore e dalle prescrizioni del *Code*; e, quindi, alla vendita ed alla distribuzione del ricavato tra i creditori. Nella *Reorganization*, al contrario, per un verso, la nomina giudiziaria del *Trustee* (deputato sia allo svolgimento dell’attività del debitore sia alla predisposizione del *plan*) è eccezionale, essendo ammessa solo nelle ipotesi previste dal *Code*; per l’altro, e di conseguenza, se non ricorrono tali ipotesi, il debitore rimane nella disponibilità della *property of the estate*, divenendo *debtor in possession* (c.d. “Dip”) ed assumendo l’ufficio di *Bankruptcy Trustee*. Il Dip¹⁹, rappresentante in quanto *Trustee* dell’*estate* e titolare del potere/dovere di avviare la ristrutturazione negoziando il *plan*, continua lo svolgimento dell’attività senza bisogno di autorizzazione della Corte, coerentemente con la finalità di ottenere il « *going concern value of the debtor’s business* ». Attività “contrastabile” e contestabile solo attraverso un’azione giudiziaria: rispetto agli atti eccedenti il c.d. *day-to-day management*, la procedura di contestazione è snella, ad una udienza pervenendosi solo qualora manchi una tempestiva opposizione (cui è preordinata la preventiva notificazione del compimento di siffatti atti). Tutela *individuale* (incidente sul singolo atto da parte del soggetto pregiudicato ed in grado di tradursi in una modulazione dell’atto assicurando adeguata protezione), questa, cui si affiancano tutele *generalì*: al Dip è interdetta la vendita di tutti i, o della parte maggiormente significativa dei, beni dell’*estate*, prima della *confirmation* del *plan* (c.d. *pre-plan sale*); interdizione che cede a fronte della prova di una *good business reason*, da misurarsi sull’interesse dei creditori.

¹⁹ Al quale può essere affiancato un *examiner*.

Questa sede impedisce l'approfondimento che il tema dell'ufficio del Dip imporrebbe. Un cenno, tuttavia, che potrebbe rivelarsi interessante per l'impostazione qui seguita, merita il problema della nomina del *debtor's management*, qualora il debitore sia un ente: le regole delle *non-bankruptcy laws* – mantenendo inalterato il funzionamento delle assemblee – dovrebbero considerarsi compatibili con la procedura di *Reorganization* e, così, non si potrebbe vietare al Dip la nomina di un nuovo Consiglio di amministrazione purché, questo è il punto, non sia accertato da parte della Corte un *clear abuse* dal quale derivi un pregiudizio irreparabile per lo svolgimento della procedura, precludendo la convocazione della competente assemblea. Un esemplare di intervento dell'Autorità giustificato dalla salvaguardia della *reorganization*.

2.3. (Segue) il *plan*

Un ruolo decisivo nella dialettica negoziale della procedura di *Reorganization* è consegnato al comitato dei creditori *unsecured* – dall'obbligo della nomina del quale sono dispensati i debitori classificati come *small business*²⁰ – nonché ad altri, facoltativi, comitati di creditori e di soci²¹, partecipando alla formulazione del *plan* e fornendo indicazioni di voto ai propri rappresentanti. E l'esperienza conferma che al successo dei *Chapter 11 cases* (l'omologazione del *plan*) è spesso essenziale il raggiungimento di un accorto tra i comitati.

Concentrando l'attenzione sul *plan*, la di esso esecuzione realizza lo scopo della procedura, la ragione economica alla base della *reorganization* essendo, infatti, da rintracciarsi in ciò: ciascun soggetto a qualunque titolo coinvolto nell'impresa “in crisi” beneficia della ristrutturazione, si badi, *privata* dell'attività produttiva se ad un *costo* accettabile. Non a caso, il *plan*

²⁰ Il *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer protection Act of 2005* ha, tra l'altro, dettato regole volte a prevenire abusi del diritto fallimentare, incidendo sul c.d. *automatic stay* e differenziando l'accesso alle procedure in funzione sia della grandezza sia della qualifica – consumatore o meno - del debitore.

²¹ Sia pur con una funzione ridotta rispetto al passato, coinvolta nella procedura rimane la *Securities and Exchange Commission*.

strutturalmente si atteggia come un contratto - consensuale ma oggetto di intervento eteronomo: la *confirmation* - tra debitore, creditori e soci (titolari di c.d. *equity*); mentre funzionalmente, rappresenta un “nuovo investimento”, una nuova “costituzione finanziaria” dell’attività ri-negoziata. Di certo, il contenuto del *plan* è terreno di autonomia: il procedimento di formazione è integralmente affidato alle varie classi di creditori e di soci, suddivisione in classi *presupposto* della *confirmation* e vincolata al rispetto di principi fondamentali.

Appare allora chiaro che snodo primario della procedura di *Reorganization* è la legittimazione alla proposizione del *plan*: chi non è legittimato a proporlo può esclusivamente intervenire in sede di formazione e di votazione. Storicamente, la legittimazione si incardinava in via esclusiva sul debitore, aderendo alla logica, per i creditori, del “*take-it-or-live-it*”: l’incentivo a dolose strategie dilatorie, stante la sospensione, nel corso della procedura, della maturazione degli interessi, ha perciò indotto la previsione di una *limited exclusivity* del debitore, dalla cui scadenza chiunque sia interessato può proporre un *plan*.

2.3.1 (*Segue*) il contenuto

Il contenuto del *plan* si articola in obbligatorio e facoltativo. Il *plan*, data la finalità della *reorganization*, deve, si è visto più volte, dare origine ad una nuova “costituzione finanziaria” dell’attività, ri-ordinando pattizamente i creditori ed i soci attraverso una classificazione di soggetti portatori di interessi omogenei. Essendo poi “fisiologica” (nella, per definizione, “patologia” del dissesto) la penalizzazione di taluni creditori o soci si deve indicare la classe o le classi che subiscono un peggioramento delle proprie pretese (c.d. *impairment*). Formare classi significa, infine, applicare a chi vi appartiene un trattamento omogeneo, salvo diversa volontà individuale. Di conseguenza, nella redazione del *plan*, da sottoporre ad approvazione e omologazione, (i) si devono ridurre creditori e soci in classi; (ii) nel farlo, non si è liberi ma si devono accorpate in una classe *claims* ed *interests* « *substantially similar* »; (iii) si devono indicare espressamente quali siano le classi *impaired* e *unimpaired*; (iv) a ciascun soggetto della medesima classe deve essere assicurata la parità di trattamento, essendo vietate discriminazioni non consensuali. Tra il contenuto obbligatorio del *plan*

vi è anche l'indicazione dei mezzi per attuare la riorganizzazione finanziaria dell'attività. Un passaggio sul contenuto facoltativo, solo per dare conto della ammissibilità di conformare il *plan* siccome *liquidation plan* e di modificarne il contenuto, secondo regole diverse in ragione della fase procedurale in cui la modificazione viene proposta. Rispettare la regola che obbliga ad inserire nella medesima classe *claims* e *interests* che siano *substantially similar* si traduce nel divieto di comporre classi in cui vi siano portatori di pretese dis-omogenee, valutazione da compiere sulla base della natura giuridica e degli effetti della pretesa, essendo irrilevante l'identità del titolare: insomma, un criterio oggettivo e non soggettivo. L'omogeneità delle pretese sistematicamente si impone considerando che (i) nella votazione, la decisione della classe vincola il singolo ad essa appartenente che abbia votato in modo difforme, e (ii) sussiste un obbligo di parità di trattamento *per ciascun membro* della classe.

Il posizionamento in classi delle pretese si avvale innanzitutto di alcune regole elementari, la più intuitiva delle quali è la priorità di pagamento, impedendo di concepire omogenei i crediti assistiti e non assistiti da garanzie reali (c.d. *unsecured*) nonché quest'ultimi e pretese c.d. di *equity*. Nell'ambito dei crediti assistiti da garanzie reali, poi, omogeneità non v'è se il diritto reale di garanzia insiste su beni diversi ovvero, pur insistendo sullo stesso bene, ha un grado di priorità diverso. Analogamente per le pretese di c.d. *equity*, differenziando, ad esempio, pretese (residuali) derivanti da azioni privilegiate ed ordinarie. Quanto ai crediti non assistiti da garanzie reali, nel diritto giurisprudenziale è assestata la regola che attribuisce il *potere* (e non, si badi, il *dovere*) del proponente di considerarli omogenei e la convenienza a distribuire pretese omogenee in classi diverse deriva dal (malizioso) tentativo per il proponente di isolare il titolare di un ingente credito *unsecured* dissenziente in una classe distinta. Il punto è assai delicato null'altra prescrizione rinvenendosi nel *Code* se non (i) il rispetto della parità di trattamento *all'interno* di ciascuna classe, (ii) l'obbligo di statuizioni del *plan* « *fair and equitable* » (v. *infra*), e, (iii) più in generale, l'obbligo di non discriminare la classe che ha votato contro l'approvazione del *plan*; d'onde il correttivo giurisprudenziale per il quale una "classificazione" dis-omogenea di crediti *unsecured* è ammessa solo a fronte di *good business reasons*.

Il pregiudizio per le ragioni di una classe comporta delle significative conseguenze applicative. Per la *confirmation* del *plan* occorre, innanzitutto, che

ogni classe non sia pregiudicata, o, comunque, se pregiudicata, accetti il *plan*. Specularmente, le classi non pregiudicate non devono accettare il *plan*: il loro consenso si dà per accettato, abbattendo i costi ed il tempo per la raccolta dei voti nonché il rischio di un voto negativo, essendo prive del diritto di voto. Il pregiudizio viene individuato con una tecnica legislativa in negativo. Manca quando, alternativamente: il *plan* non disponga alcuna modificazione dei diritti dei membri della classe, ovvero, in caso di inadempimento, decaduto il debitore dal beneficio del termine, il *plan* “preveda il pagamento delle somme dovute alla data del *plan*, compensando il creditore dei danni subiti a causa dell’inadempimento senza ulteriori modificazioni”.

Quando una classe sia pregiudicata e non accetti il *plan*, l’unica via per la ottenere la *confirmation* è costituita dall’accertamento del rispetto dei cc.dd. *cram down standards* per il pregiudizio programmato per la classe. La regola del *cram down* è il frutto di un compromesso tra due discipline del sistema pre-vigente: la prima, propria del *Chapter X*, obbligava al rispetto rigoroso della c.d. *priority rule*, per cui si doveva programmare la soddisfazione delle varie classi di creditori e di soci secondo l’ordine previsto dalle *non-bankruptcy laws*; la seconda, di cui al *Chapter XI*, richiedeva solo la soddisfazione del c.d. *best interest test*, assegnando, per tale via, non già « *the full going-concern reorganization value* » bensì solo il valore di liquidazione. Il *Code*, ricercando una soluzione di compromesso, ha lasciato alla negoziazione delle parti la valutazione dell’opportunità di stabilire come distribuire la differenza tra il valore di liquidazione ed il *going concern value*. In questa prospettiva, pare spiegarsi agevolmente la previsione dell’impulso del proponente per ottenere la *confirmation* nonostante il voto contrario della classe pregiudicata, nonché l’impossibilità della Corte di modificare il *plan* per adeguarlo agli *standards* del *cram down*, l’accertamento giudiziale limitandosi alla verifica della conformità agli *standards*. Due i contenuti degli *standards* espressi nel *Code*: il *plan* non deve essere « *discriminate unfairly* » e deve apprezzarsi « *fair and equitable* » relativamente a ciascuna classe *impaired* e dissenziente. Il requisito « *fair and equitable* » è, per il *Code*, soddisfatto se, (a) per i crediti assistiti da garanzia reale, il *plan* preveda la conservazione della garanzia ovvero il pagamento di un corrispettivo pari al valore attuale del bene su cui il diritto di garanzia insiste; e (b) per i crediti non privilegiati, ricorrano, in via alternativa, le seguenti condizioni: che (i) ciascun creditore conservi o riceva beni del valore, all’entrata in vigore del *plan*, almeno pari al proprio credito, (ii) i creditori appartenenti a classi inferiori nell’ordine

dei pagamenti rimangono del tutto insoddisfatti. Si tratta della c.d. *absolute priority rule*, la quale, a differenza del diritto pre-vigente, non si applica a tutte le classi ma solo dalla classe dissenziente “in giù”, cosicché le classi “*superior*” rispetto a quella dissenziente non sono destinatarie della c.d. *absolute priority rule*. Regole analoghe sono dettate per i soci, la di essi posizione di *residual claimants* supponendo per la liquidazione delle partecipazioni sociali la soddisfazione dei creditori. Da ultimo, per i creditori assistiti da privilegio legale (tipizzato nel *Code*), il *plan* deve prevedere il pagamento integrale in contanti, salvo, applicandosi la regola generale, eventuale rinuncia del creditore.

2.3.2 (*Segue*) il procedimento di votazione

Alla consapevolezza della votazione, chiave di volta della natura privatistica e negoziale della procedura ed apprezzabile come la scelta per un “nuovo” investimento, presiede l’obbligo per il proponente di confezionare una relazione illustrativa del *plan*, soggetta ad approvazione - sulla base dell’adeguatezza o meno delle informazioni in essa contenuta - della Corte, all’esito di un’udienza nella quale può partecipare qualunque soggetto interessato (S.E.C. compresa): il c.d. *court-approved disclosure statement*, che, unitamente a documenti informativi (innanzitutto: *plan* o un suo estratto approvato dalla Corte), viene notificato a tutti i creditori ed ai soci legittimati al voto salvo, su decisione della Corte, ai membri delle classi *unimpaired*. Irrilevanza nel conteggio di voti ed impossibilità di *confirmation* costituiscono le severe conseguenze della violazione del *court-approved disclosure statement*, dando piena luce all’attenzione del *Code* per un voto consapevole ed “in buona fede”, il voto in male fede (diretto, cioè, all’abuso della procedura, da valutarsi sul postulato dell’omogeneità degli interessi degli appartenenti alla medesima classe, cosicché sarebbe iniquo vincolare la minoranza contraria alla decisione della classe adottata in conflitto di interessi) essendo sanzionato con l’esclusione.

Sul procedimento di votazione, senza dettagliare il calcolo, può ricordarsi che (i) il voto – conteggiando creditori e soci ammessi e votanti: per i primi, teste e *quantum* delle pretese; per i secondi, solo il *quantum* - è della classe, e (ii) se ciascun membro di una classe è pregiudicato, il *plan* non si considera

accettato. Molto spesso debitore e creditori, peraltro, preferiscono concordare il *plan* prima della *petition*, in sede di negoziazione di un “*out-of-court workout*”, il c.d. *prepackaged plan* (in breve, “*prepack*”). In tal caso, la sollecitazione al voto ed il voto è precedente l’avvio della procedura, questa, allora, potendosi prestare quale tecnica per vincolare i creditori dissenzienti al *out-of-court workout*, con l’evidente pericolo di elusione delle norme sul *court-approved disclosure statement*. Coerentemente, l’efficacia nella procedura della manifestazione della volontà di un creditore o di un socio sul *prepack* è subordinata al rispetto delle *non-bankruptcy laws* sull’adeguatezza dell’informazione o, in mancanza di esse, delle disposizioni del *Code*.

2.3.3 (segue) la *confirmation*

Il *Code* stabilisce una serie di condizioni al ricorrere delle quali la Corte deve procedere alla *confirmation* del *plan* – contro cui ciascun interessato può proporre, in udienza, opposizione - non essendo, sotto altra angolatura, sufficiente l’approvazione, espressa o presunta, di tutte e ciascuna classe. Talune provvedono ad assicurare una soglia di tutela *minima* ed inderogabile degli interessi dei soggetti coinvolti - in un sistema ampiamente flessibile e teso alla negoziazione – operante in due direzioni: *verso le classi* e *verso i singoli membri* delle classi. Dal primo punto di vista, la tutela legale è soddisfatta quando le classi hanno votato a favore sul *plan* secondo le condizioni previste dal *Code* (classi *substantially similar*, medesimo trattamento per ciascun membro salvo diversa volontà del singolo, rispetto del *court-approved disclosure statement*, irrilevanza dei voti sollecitati o procurati in mala fede). La soglia della tutela è, poi, raggiunta *per se* in caso di classe *unimpaired*; per le classi pregiudicate e dissenzienti, è, al contrario, affidata al rispetto dei cc.dd. *cram down standards*. Come norma di chiusura, la *confirmation* è subordinata all’approvazione di almeno una classe pregiudicata, regola che si aggiunge al *cram down* e che, perciò, deve sempre essere rispettata, l’unico, ovvio, caso di inapplicabilità essendo l’ipotesi di inesistenza di classi pregiudicate. Dal secondo punto di vista, il presidio per la tutela minima per il *dissenting member* - vincolato dalla decisione assunta dalla classe di appartenenza con le maggioranze previste - di una classe *impaired* è dato dal c.d. *best interest test*, secondo il quale la Corte deve comparare il ricavato della distribuzione delle utilità in un’ipotetica procedura

di *Liquidation* con quello programmato nel (e risultante dall'esecuzione, attualizzata al tempo dell'accertamento, del) *plan*: l'accertamento di un'eccedenza positiva preclude la *confirmation*. È sempre necessario che il *plan* (purché non atteggiato come *liquidation plan*) sia « *feasibility* », requisito che, sebbene intesi sull'Autorità ampi margini di discrezionalità, potrebbe pur fungere da tutela minima del *dissenting member*, non potendosi negare uno scarto tra comparazione valutativa propria del *best interest test* ed effettivo recupero del valore.

Con la *confirmation*, l'assetto della struttura finanziaria dell'impresa (*a*) diventa vincolante per il debitore, per tutti creditori (indipendentemente dal voto o dal pregiudizio delle loro pretese), per i soci e per chiunque abbia acquistato diritti o pretese nel corso della procedura; (*b*) si producono – per gli enti: automaticamente - gli effetti della *discharge* per tutti debiti sorti prima della *confirmation*; (*c*) i beni del debitore, cessando di essere *property of the estate*, non sono più tutelati dal c.d. *automatic stay* e sottoposti alla giurisdizione esclusiva della Corte fallimentare, salvo diversa disposizione del *plan* o del *confirmation order*; e (*d*) i beni del debitore sono « *free and clear* », rimanendo soggetti solo alle pretese ri-modulate nel *plan*. L'esdebitazione opera indipendentemente dall'esecuzione del *plan*, i creditori assumendosi, di conseguenza, il *rischio* del *default*, eccetto il caso, eccezionale, di revoca del beneficio per frode del debitore. L'importanza delle conseguenze che derivano dalla *confirmation* e soprattutto la natura contrattuale e di ri-investimento del *plan* lasciano intuire l'eccezionalità della revoca di quella, ammessa, su istanza di ciascun soggetto interessato - da proporre entro un termine breve - solo se ottenuta con frode; e, simmetricamente, l'insufficienza allo scopo dell'inadempimento delle obbligazioni titolate nel *plan*.