



IL SOLVENCY TEST NELL'ORDINAMENTO STATUNITENSE

FERRUCCIO M. SBARBARO

SOMMARIO: 1. Introduzione: origini e funzione del *solvency test*. – 2. La diagnosi dell'insolvenza: il *cash flow test*. – 3. (segue): il *balance sheet test*. – 4. (segue): il *capital adequacy test*. – 5. Il rilievo dello stato di insolvenza nel *Federal Bankruptcy Code* e nella *Delaware State Law* – 6. *Solvency test* e *breach of fiduciary duties* nella giurisprudenza statunitense: l'azione di responsabilità dei creditori sociali. – 7. Conclusioni.

1. Sin dall'origine dell'accesso al credito, i *borrowers* – nel mondo anglosassone così come, per la verità, ovunque – sono stati attratti dal commettere azioni illecite atte a ridurre il loro indebitamento o il patrimonio aggredibile dai creditori; i debitori inglesi del Medioevo scappavano dai creditori nascondendosi nelle loro case con i beni acquistati a credito, una pratica chiamata *keeping house*: la legge inglese non permetteva ai creditori di violare la santità della dimora di un debitore con il mero proposito di soddisfare la pretesa creditoria. Inoltre, alcuni di essi potevano fare ricorso a procedimenti giudiziari o a “favori” da parte del governo al fine di evitare la reclusione per il trasferimento fraudolento di beni, ovvero fuggire dal reame – tenendo con sé le proprietà personali – e risiedere con le proprie fortune in uno dei numerosi luoghi di rifugio che non potevano essere raggiunti dalla legge del Re¹.

In epoca moderna i soggetti che accedono al credito per mezzo di una persona giuridica possono cercare di diminuire il patrimonio aggredibile attraverso meccanismi eterogenei quali ad esempio trasferimenti gratuiti di beni², pagamento di dividendi, salari o *benefits* di importo ingiustificatamente eccessivo³, operazioni con leva finanziaria che sfruttano il capitale di rischio del soggetto esposto in eccesso del suo valore⁴.

Meccanismi ancora più complessi prevedono, ad esempio, che il *borrower* fornisca a parti terze un finanziamento a garanzia limitata per un acquisto sopravvalutato di beni⁵, ovvero elargisca prestiti personali con tassi scontati a suoi

¹ Per una ricostruzione storica si faccia riferimento a I. TREIMAN, *Escaping the creditor in the middle ages*, in *L. Quart. Rev.*, 43, 1927, p. 230.

² Come nel caso *French v. Liebmann*, 440 F3d 145 (4th Cir.), 127 S.Ct. 72 (2006) .

³ Ad esempio in *Pension Transfer Corp. v. Beneficiaries under the Third Amendment to Fruehauf Trailer Corp. Retirement Plan No. 003*, 444 E3d 203 (3d Cir. 2006) .

⁴ Fra tutti *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein*, 131 B.R. 655 (N.D. Il. 1991), con riferimento a dei pagamenti effettuati in favore di azionisti cedenti nell'ambito di un'operazione di *leveraged buyout*.

⁵ Cfr. *Kendall v. Sorani (In re Richmond Produce Co.)*, 195 B.R. 455 (N.D. Cal. 1996) .



*insiders*⁶, che la società conceda dei prestiti a delle imprese “fantasma” di proprietà di soggetti legati al *borrower* (appunto i c.d. *insiders*) o di parti terze che ne condividano i proventi con gli *insiders* stessi⁷, che vengano scambiati beni a prezzi sproporzionati a beneficio degli *insiders* o direttamente del *borrower*⁸.

In generale, i c.d. *solvency tests* hanno la funzione di aumentare, *ex ante*, la capacità d'indebitamento da parte del soggetto che accede al credito, proteggendo i creditori, *ex post*, dalle attività che potrebbero compromettere il loro interesse. Ad esempio, gli *statutes* – sia federali che statali – in materia di trasferimento fraudolento vietano la cessione di beni da parte di debitori in stato d'insolvenza per un valore inferiore al *reasonably equivalent value* ovvero al *fair value*⁹, nonché alle imprese in stato d'insolvenza di compiere atti tesi a favorire alcuni creditori rispetto ad altri¹⁰.

Inoltre, il diritto societario statunitense impedisce alle imprese in stato d'insolvenza di pagare dividendi o di riscattare il proprio capitale azionario¹¹; alcuni

⁶ Cfr. *Acequia, Inc. v. Clinton*, 34 F3d 800 (9th Cir. 1994) .

⁷ Come nel caso *RTC Mortg. Trust 1995-S/NI v. Sopher*, 171 E Supp. 2d 192 (S.D.N.Y. 2001), laddove una società in stato di insolvenza aveva ceduto il proprio patrimonio ad una *newco* in cambio di azioni di quest'ultima, poi distribuite ai soci della prima.

⁸ Ad esempio in *Breeden v. L.I. Bridge Fund, LLC* (In re Bennett Funding Group, Inc.), 232 B.R. 565 (Bankr. N.D.N.Y. 1999) .

⁹ Fra tutti si vedano 11 U.S.C.A. § 548 (West 2004 & Supp. 2007), UNIFORM FRAUDULENT CONVEYANCE ACT, 7A Pt. II U.L.A. 245 (2006) (originariamente promulgato nel 1918); UNIFORM FRAUDULENT TRANSFER ACT, 7A Pt. 11U.L.A. 1 (2006) (originariamente promulgato nel 1984).

¹⁰ 11 U.S.C.A. § 547(b) (West 2004 & Supp. 2007). In giurisprudenza si veda in particolare *Freedom Group, Inc. v. Lapham-Hickey Steel Corp.* (In re Freedom Group), 50 E3d 408, 411 (7th Cir. 1995) laddove si precisa che "*the statute reduces the debtor's ability to play favorites, and hence the anxiety of creditors, and hence the costly melee that such anxiety can engender, by telling the favored creditor that if the debtor goes broke within ninety days after the transfer, the transfer will be undone and the favored creditor tossed back in the pool with the rest of the creditors*".

¹¹ Si vedano: DEL. CODE ANN. tit. 8, parr. 160 e 174(a) (2001) che proibisce il pagamento dei dividendi quando la società è in stato di insolvenza attuale o imminente ; N.Y. BUS. CORP. LAW par. 510(a) (McKinney 2003), laddove "*a corporation may declare and pay dividends or make other distributions in cash or its bonds or its property, including the shares or bonds of other corporations, on its outstanding shares, except when currently the corporation is insolvent or would thereby be made insolvent*"; CAL. CORP. CODE, par. 501 (West 1990) secondo cui "*neither a corporation nor any of its subsidiaries shall make any distribution to the corporation's shareholders (Section 166) if the corporation or the subsidiary making the distribution is, or as a result thereof would be, likely to be unable to meet its liabilities (except those whose payment is otherwise adequately provided for) as they mature*"; ABA MODEL BUS. CORP. ACT par. 6.40(c) (2005) dove si stabilisce che "*no distribution may be made if, after giving it effect: (1) the corporation would not be able to pay its debts as they become due in the usual course of business; or (2) the corporation's total assets would be less than the sum of its total liabilities plus (unless the articles of incorporation permit otherwise) the amount that would be needed, if the corporation were to be dissolved at the time of the distribution, to satisfy the preferential rights upon dissolution of shareholders whose preferential rights are superior*



Stati, incluso il Delaware, concedono ai creditori delle imprese in stato d'insolvenza – come si approfondirà *infra* – la possibilità di intervenire sul rapporto fiduciario tra gli amministratori e la società¹².

Disposizioni di tale tenore forniscono una significativa protezione per i creditori, non richiedendo a questi ultimi di dimostrare la concreta affidabilità del debitore; d'altronde, a differenza della valutazione effettuata dal creditore con riferimento alla solvibilità della sua controparte, che è basata su ciò che quest'ultima dice o fa, la condizione oggettiva d'insolvenza (o di quasi insolvenza) segna una linea divisoria che distingue, ad esempio, i trasferimenti gratuiti in permissibili e non permissibili.

In sintesi, per il diritto statunitense vi sono operazioni che un'impresa in stato di solvibilità può compiere e che un'impresa in condizioni d'insolvenza non può porre in essere (come ad esempio il pagamento dei dividendi) e questa restrizione della sfera di attività societaria influisce in maniera significativa sulla capacità d'indebitamento. Testare la solvibilità di un'impresa, per l'ordinamento statunitense, costituisce quindi un'operazione decisiva per individuare la linea divisoria di cui si diceva.

Potrebbe obiettarsi, peraltro, che testare la solvibilità di un'impresa sia operazione non solo – e non tanto – decisiva, quanto piuttosto ardua e non del tutto attendibile e che, più semplicemente potrebbero direttamente proibirsi tutte quelle attività astrattamente idonee a danneggiare gli interessi dei creditori. Tuttavia – e ciò è ancor più vero nell'ottica tipicamente funzionale che caratterizza la tradizione giuridica di *common law* – un divieto totale di trasferimenti gratuiti di *asset*, ad esempio, potrebbe generare controversie – dunque costi – tra la società e i suoi creditori, in riferimento a quali decisioni economiche rientrino nella suddetta categoria. D'altronde identificare una donazione, il pagamento di dividendi, un riacquisto di azioni o un trasferimento di beni ingiustificato risulterebbe agevole; ben più complessa, invece, sarebbe l'indagine circa – ad esempio – un investimento in un nuovo *business* altamente speculativo.

Si prenda altresì in considerazione il problema della gestione dei c.d. *contingent claimants* – in particolare i *tort claimants* – laddove il debitore da fatto illecito sia tenuto, giudizialmente o stragiudizialmente, a pagare un risarcimento e potrebbe risultare assai difficile (ed essenzialmente impossibile al di fuori dell'ipotesi di una causa collettiva) garantire *ex ante* il soddisfacimento di tutti i creditori c.d. involontari, non potendosi in effetti prevedere del tutto quante e quali rivendicazioni per fatti illeciti possano essere latenti¹³.

In tale circostanza, se il debitore avesse la possibilità di realizzare trasferimenti

to those receiving the distribution".

¹² Si vedrà *infra* ai successivi paragrafi 6 e 7..

¹³ Così in *Official Comm. of Asbestos Pts. Injury Claimants v. Sealed Air Corp. & Cryovac, Inc.*, 281 B.R.852, 867-68 (Bankr. D. Del. 2002) .



gratuiti di *asset* (incluso il pagamento dei dividendi o altre distribuzioni) solo dopo essersi assicurato che i suoi creditori siano stati pagati, giacché sarebbe pressoché impossibile raggiungere quel grado di certezza riguardo i *contingent creditors*, anche nel caso in cui non vi fosse nessun altro debito l'operazione distributiva *de qua* non sarebbe praticabile.

Pertanto, se da un lato il divieto di tutti i trasferimenti gratuiti aumenterebbe la capacità d'indebitamento con parallelo aumento di protezione per i creditori, dall'altro diminuirebbe probabilmente il valore dell'impresa, ridurrebbe gli incentivi imprenditoriali e costringerebbe a fare inutilmente ricorso ad altre forme di finanziamento, tra cui l'*outside equity*.

In questo senso, il ruolo dei *solvency tests* è di bilanciare gli effetti dei presidi normativi a tutela dei creditori – impedendo, in determinate circostanze, alcuni trasferimenti gratuiti di beni da parte della società – con i costi imprenditoriali fisiologicamente connessi al divieto *ex ante* di operazioni societarie.

La giurisprudenza americana descrive la solvibilità delle imprese come una questione di fatto o, alternativamente, come una “questione combinata di fatto e di diritto”¹⁴. In ogni caso, tutti i meccanismi utilizzati quali *solvency tests* valutano, attraverso l'analisi di elementi differenti, se la società sia in grado di far fronte ai propri debiti. Tuttavia, come si vedrà, il legame che sussiste tra i flussi di cassa o gli *assets* e i debiti che da questi devono essere garantiti è spesso variabile, e da ciò scaturisce una certa confusione applicativa.

L'ordinamento statunitense conosce tre diversi *solvency tests*: 1) l'*ability to pay test*, (o *cash flow test*) volto a verificare la ragionevole prospettiva che la società sia in grado di adempiere alle obbligazioni man mano che esse diventano esigibili, 2) il *balance sheet test*, applicato sia come *going concern* che in ambito di *liquidation*, nell'ottica di determinare se il patrimonio sociale sia capiente rispetto alla situazione debitoria, e 3) il *capital adequacy test*, genericamente – ed in parte indefinitamente – connesso, appunto, all'adeguatezza patrimoniale della società.

Si proceda, quindi, per ordine.

2. L' *ability to pay solvency test* (a cui spesso ci si riferisce come *cash flow test*)

¹⁴ *Lawson v. Ford Motor Co. (In re Roblin Indus., Inc.)*, 78 F3d 30, 35 (2d Cir. 1996): “*insolvency is a question of fact*”, così anche in *Brown v. Shell Can. Ltd.*, 112 F3d 234, 236 (6th Cir. 1997); *Plankinton Bldg. Co. v. Grossman (In re Plankinton Bldg. Co.)*, 148 F2d 119, 125 (7th Cir.); *Merkel v. Comm'r of Internal Revenue*, 192 F3d 844, 852 (9th Cir. 1999); *Cavanaugh v. Comm'r of Internal Revenue*, No. 92-9004, 1993 U.S. App. (10th Cir. Feb. 9, 1993). Occasionalmente, come si è detto, i giudici hanno definito l'insolvenza come “*a mixed question of fact and law*”, ad esempio in *Consore v. Coben (In re Roco Corp.)*, 701 E2d 978, 981 (1st Cir. 1983); *Moody v. Sec. Pac. Bus. Credit, Inc.*, 971 E2d 1056, 1063 (3d Cir. 1992).



analizza la ragionevole capacità del soggetto di far fronte ai propri debiti e se ne può trovare traccia in numerose disposizioni di legge.

Nella normativa federale, con riferimento alla fattispecie dell'alienazione di beni in frode ai creditori, ad esempio, la questione è se la società “*intended to incur, or believed that [it] would incur, debts that would be beyond [its] ability to pay as such debts matured*”¹⁵.

L'*Uniform Fraudulent Transfer Act* afferma lo stesso concetto in modo simile, chiedendo se il cedente “*intended to incur, or believed or reasonably should have believed that the debtor would incur, debts beyond the debtor's ability to pay as they became due*”¹⁶.

Anche lo *Uniform Fraudulent Conveyance Act*, ancora in vigore nello Stato di New York, richiede se il debitore “*intends or believes that he will incur debts beyond his ability to pay as they mature*”¹⁷ e lo *Uniform Commercial Code*, nella definizione che fornisce di “insolvente” racchiude sia “*having generally ceased to pay debts in the ordinary course of business other than as a result of bona fide dispute*”, che “*being unable to pay debts as they become due*”¹⁸.

In sostanza, che lo si definisca “*cash flow solvency test*”, “*ability to pay solvency test*” ovvero “*equitable solvency test*”, esso valuta – o quantomeno tenta di valutare – se la società sarà in grado di far corrispondere le sue attività liquide alle sue obbligazioni future.

Come la giurisprudenza ha chiarito, peraltro, “[a] broader concept, originating with merchants or traders, is equitable insolvency, or the inability to pay debts as they become due in the ordinary course of business”¹⁹. Si tratta, in vero, di un *test* che potrebbe definirsi prospettico: un'impresa societaria non deve soltanto far fronte alle obbligazioni attuali, ma deve essere in grado di soddisfare anche quelle future.

L'*ability-to-pay solvency test* può apparire, nella teoria, di semplice applicazione; in effetti, tuttavia, nella pratica il *test* risulta assai complesso e mantiene ampi margini di potenziale incertezza.

D'altronde, qualora i flussi di cassa ed i debiti di un'impresa non fossero soggetti ad alcun tipo d'incertezza sarebbe estremamente facile verificare se il susseguirsi nel tempo dei flussi sia idoneo a coprire le obbligazioni che la società va maturando giorno dopo giorno. Sarebbe possibile, in sostanza, proiettare l'attività in un qualsiasi ambito temporale futuro e stabilire se la liquidità disponibile ad una qualsiasi data (ovvero la liquidità residua a seguito del pagamento dei debiti principali) sarebbe sufficiente, combinata con altra liquidità che la società potrebbe generare o aver generato alla medesima data, a far fronte alle obbligazioni del medesimo periodo.

Il problema è che né i flussi di cassa (attivo patrimoniale) né le obbligazioni (passività) possono essere considerati certi. I flussi di cassa futuri di un'impresa sono

¹⁵ 11 U.S.C.A. §548(a)(1)(B)(III) (West 2004 & Supp. 2007).

¹⁶ UNIF. FRAUDULENT TRANSFER ACT, *cit.*, par 4(a)(i).

¹⁷ UNIF. FRAUDULENT CONVEYANCE ACT, *cit.*, par.6.

¹⁸ U.C.C. parr. 1-201(b)(23)(A) e (B) (2006).

¹⁹ *Cellar Lumber Co. v. Holley*, 224 N.E.2d 360, 363 (Ohio Ct.App. 1967).



di norma soggetti a un grado (in genere considerevole) d'incertezza, così come non può escludersi che l'impresa possa subire passività c.d. contingenti (escussione di garanzie, cause pendenti, etc.). In questa ottica "*ability to pay*" non può semplicemente significare che il flusso di cassa *previsto* dall'impresa (la somma dei suoi possibili flussi di cassa valutati in base alle loro rispettive probabilità) superi i suoi debiti in un dato momento temporale, ben potendo una società aspettarsi di avere ingenti flussi di cassa ma allo stesso tempo essere quasi certa di non potere far fronte ai propri debiti una volta che questi siano maturati.

Certamente, allora, "*ability to pay*" non potrebbe coincidere con "capacità di pagare con assoluta certezza". Peraltro, se si trascura il caso dei governi, i quali possono onorare – se così si può dire – i propri obblighi emettendo valuta, il rischio d'inadempienza è connaturato alla posizione debitoria e, ancor prima, alla stessa attività di impresa.

Potrebbe concludersi, salomonicamente, che "*ability to pay*" significhi qualcosa di meno della assoluta certezza di una capacità di adempimento, ma sicuramente qualcosa di più che una probabilità molto bassa di farlo.

La giurisprudenza, d'altronde, non fornisce sul punto un chiarimento univoco, anche se dal quadro complessivo potrebbe dedursi il rilievo – certo meramente statistico – che un'impresa avrà la capacità di pagare i suoi debiti una volta che essi siano maturati (e dunque non verrà considerata insolvente) se in base al *cash flow test* vi è almeno un 50% di probabilità che sarà in grado di farlo.

3. Il *balance sheet solvency test* affronta una questione differente, valutando se l'attivo patrimoniale di un'impresa sia maggiore del suo passivo.

Quando lo *United States Bankruptcy Code* definisce il termine "*insolvent*", parla di "*financial condition such that the sum of such entity's debts is greater than all such entity's property, at a fair valuation*"²⁰. In quest'ottica il *balance-sheet solvency test* comporta una valutazione

²⁰ Si tratta di 11 U.S.C.A. § 101(32)(A) (West 2004 & Supp. 2007). In giurisprudenza si segnala *Briden v. Foley*, 776 F2d 379, 382 (1st Cir. 1985) che indica come il "*balance-sheet test focuses on the fair market value of the debtor's assets and liabilities within a reasonable time of the transfers*"; *Orix Credit Alliance, Inc. v. Harvey ex rel. Lamar Haddox Contractor, Inc. (In re Lamar Haddox Contractor, Inc.)*, 40 F3d 118, 121 (5th Cir. 1994) laddove "*Courts often refer to this test as a balance-sheet test, and then engage in the 'fair valuation' of the debts and property shown on the balance-sheet, as required by the statute*", nonché *Paragon Health Servs., Inc. v. Cent. Palm Beach Cmty Mental Health Ctr., Inc.*, 859 So. 2d 1233, 1236-37 (Fla. Dist. Ct. App. 2003) che conferma che "*the Uniform Fraudulent Transfer Action defines insolvency as follows: 'A debtor is insolvent if the sum of the debtor's debts is greater than all of the debtor's assets at a fair valuation.' This is referred to as the 'balance sheet' test*".



degli obblighi secondo il loro valore nominale²¹, il fatto che le passività contingenti siano scontate per la loro probabilità di occorrenza²² e che né una valutazione positiva del bilancio²³, né una eventuale vantaggiosa cessione di azioni²⁴ possano di per sé determinare la condizione di oggettiva solvibilità dell'impresa.

Nell'applicare il *test* in parola, le Corti approfondiscono le concrete modalità di valutazione del patrimonio attivo e, in particolare, l'eventualità di valutare l'attivo dell'impresa nel caso in cui questa continui la sua attività, in una prospettiva vuoi di c.d. *going concern* (per esempio nel caso in cui l'impresa sia ancora operativa e continui a generare flussi di cassa), vuoi di *liquidation* (ad esempio nel caso in cui l'impresa sia in procinto di cessare la sua attività disgregando il patrimonio aziendale)²⁵.

²¹ Cfr. *Hanna v. Crenshaw* (In re ORBCOMM Global LP), Adv. No. 02-1914 (MFW), 2003 (Bankr. D. Del. June 12, 2003) laddove "for purposes of determining whether a debtor is insolvent under section 547, the liabilities of the debtor must be valued at face value".

²² Così in *In re Xonics Photochemical, Inc.*, 841 E2d 198, 200-01 (7th Cir. 1988) ed in *Covey v. Commercial Nat'l Bank of Peoria*, 960 F2d 657, 660 (7th Cir. 1992).

²³ Cfr. *DeRosa v. Buildex Inc. (In re F & S Cent. Mfg. Corp.)*, 53 B.R. 842, 849 (Bankr. E.D.N.Y. 1985): "asset values carried on a balance sheet, even if derived in accordance with 'generally accepted accounting principles,' do not necessarily reflect fair value: 'Generally accepted accounting principles' are not synonymous with any specific [valuation] policy" e *In re Lamar Haddox Contractor*, 40 E3d at 121: "needless to say, a fair valuation may not be equivalent to the values assigned on a balance sheet. Financial statements reflect the book value of assets, ordinarily the cost of the property reduced by accumulated depreciation. The rate of depreciation is usually the maximum allowed by income tax regulations". Diversamente, tuttavia, in *Zeta Consumer Prods. Corp. v. Equistar Chem. LP (In re Zeta Consumer Prods. Corp.)*, 291 B.R. 336, 347 (Bankr. D.N.J. 2003) si è sostenuto che "nevertheless, while book value may understate or fail to reflect the fair value of a debtor's assets, it provides some competent evidence as to insolvency and forms a starting point for purposes of the insolvency analysis". ed in *Indus., Commercial Elec. Inc. v. Babineau (In re Indus. Commercial Elec. Inc.)*, Adv. No. 02-4591-JBR, 2004 (Bankr. D. Mass. April 8, 2004) che "in making factual determinations of solvency, it is appropriate to adjust the asset values shown on the most contemporaneous balance sheet available to reflect 'the fair market price of the debtor's assets that could be obtained if sold in a prudent manner within a reasonable period of time to pay the debtor's debts'".

²⁴ Come ad esempio in *Covey v. Commercial Nat'l Bank of Peoria*, 960 F2d at 661, dove "a stumble-bum would pay 1 cent for the most hopelessly insolvent firm, as the deal puts none of the bum's nonexistent assets at risk and could pay off if the debtor unexpectedly strikes it rich".

²⁵ Segnalano d'altronde C. J. FORTGANG, T. M. MAYER, *Valuation in Bankruptcy*, in *UCLA L. Rev.*, 32, 1985, p. 1063 che "the choice between 'liquidation values' and 'going concern values' lies at the heart of most disputes over asset valuation in bankruptcy", *In re PWS Holding Corp.*, 228 E3d 224, 233 (3d Cir. 2000) si aggiunge che "the test of solvency is whether, at the time of the recapitalization, the company's assets exceeded its liabilities. There are two basic approaches to this evaluation: asset by asset evaluation, which ascribes value to each asset and determines solvency by comparing the sum of those assets to total liabilities, and enterprise valuation, which values the business as a going concern and includes intangibles such as relationships with customers and suppliers, and the name, profile, and reputation of the business. The Examiner concluded that it was likely (i.e., that there was a 60-80% chance) that a court would apply the business enterprise analysis."



L'approccio giurisprudenziale che si potrebbe definire “*standard*” prevede in prima istanza la necessità di determinare se il debitore si trovi in un dato momento in una situazione di *going concern* o se sia “*on its deathbed*” e quindi valutare gli *assets* in relazione a quanto riscontrato²⁶. Tuttavia, la scelta è in genere complessa e non a caso può riscontrarsi come i *solvency tests* maggiormente utilizzati in giudizio siano quelli relativi a società che si trovano “*midway between a prosperous going concern and a dead enterprise*”²⁷.

Dall'osservazione della casistica, peraltro, può notarsi un'interessante anomalia nell'applicazione del *balance sheet test*: dal momento che, ad eccezione dell'ipotesi di un imminente scioglimento della società, il giudice pretende sostanzialmente una valutazione di *going concern*, le parti si trovano costrette ad operare tale valutazione anche quando, in realtà, la liquidazione si presenti come scenario preferibile.

È stato, infatti, esplicitamente osservato che “*the maximization of the economic value of the firm might, in circumstances of insolvency, require the directors to undertake the course of action that best preserves value in a situation when the procession of the firm as a going concern would be value-destroying. In other words, the efficient liquidation of an insolvent firm might well be the method by which the firm's value is enhanced in order to meet the legitimate claims of its creditors*”²⁸.

Può sembrare in effetti singolare richiedere un'assunzione di *going concern* anche quando proiezioni ragionevoli dimostrino che il *business* è destinato al fallimento; in siffatte circostanze, in vero, la generica valutazione di *going concern* è addirittura paradossale, nel senso che difficilmente un reale compratore proseguirebbe nell'attività sociale²⁹.

²⁶ Come si suggerisce in *Sherman v. FSC Realty LLC (In re Brentwood-Lexford Partners, LLC)*, 292 B.R. 255, 268 (Bankr. N.D. Tex. 2003).

²⁷ Così letteralmente in J. C. BONBRIGHT, C. PICKETT, *Valuation to determine solvency under the bankruptcy act*, in *Colum. L. Rev.*, 29, 1929, p. 582. In genere, quando una società al momento della valutazione è operativa e paga con regolarità i propri debiti, le Corti adottano un *going concern standard*. Si veda ad esempio *In re DAK Indus. Inc.*, 170 F3d at 1200 laddove si specifica che “*In this case, the bankruptcy court determined that DAK was a going concern during the preference period, relying primarily on the fact that DAK continued to conduct business under Chapter 11 protection for two and one-half years- in light of the amount of business transacted by DAK during the preference period and the years that followed, as well as DAK's ability to pay its operating expensing during the same period, this finding was not erroneous*”. Si veda altresì *Diamond v. Osborne*, 102 Fed. Appx. 544, 548 (9th Cir. 2004) laddove la società “*continued to operate for twenty months after the first transfer in January 1996, and for five months after the last transfer on September 3, 1996; and that during the transfer period ADF had substantial cash flow and over one hundred employees*”.

²⁸ *Production. Res., cit.*, par. 791.

²⁹ La Corte in *McGill v. Commercial Credit Co.*, 243 Fed. 637, 647 (D. Md.1917), ricorrendo ad un esempio di *criminal law*, ha stigmatizzato che “*the effort in such valuations is to find out not what a real buyer and a real seller, under the conditions actually surrounding them, do, but what a purely imaginary buyer will pay a make believe seller, under conditions which do not exist. You are forced to wonder what would have happened if everything had been different from what it was. It is not easy to guess what will take place in Wonderland, as other people than Lewis*



Dovrebbe dunque identificarsi la funzione del *solvency test* nel generale proposito di evitare cessioni gratuite di beni in pregiudizio dei creditori, nel senso che, qualora un'impresa ritenuta insolvente stia ancora effettivamente operando, non sarebbe comunque opportuno – a prescindere dalla eventuale situazione di *going concern* – consentire trasferimenti gratuiti di beni semplicemente argomentando che, se liquidata, la società potrebbe risultare comunque capiente.

In altri termini, anche qualora la liquidazione si presentasse come situazione ideale per l'impresa – che risulterebbe solvente se liquidata ma insolvente se le fosse concesso di continuare la sua attività – e l'impresa scegliesse di non essere liquidata, non avrebbe senso attribuirle un valore di liquidazione più alto di quello che essa stessa sceglie di non prendere a beneficio dei suoi creditori.

Inoltre, se le condizioni oggettive della società nella data in cui si esegue il *solvency test* assicurassero la prospettiva di una liquidazione, allora le medesime condizioni sarebbero in grado di determinare la *velocità* con cui tale ipotetica liquidazione avrebbe luogo.

Le Corti, in genere, evitano di supporre che gli *assets* siano liquidati nelle aste a prezzi inferiori al loro valore; nel noto caso della *Trans World Airlines, Inc.*³⁰, per esempio, la Corte ha sostenuto che un periodo circoscritto tra i 12 e i 18 mesi fosse un lasso di tempo "ragionevole" per completare la vendita dei beni patrimoniali del debitore: "*the reasonable time should be an estimate of the time that a typical creditor would find optimal: not so short a period that the value of the goods is substantially impaired via a forced sale, but not so long a time that a typical creditor would receive less satisfaction of its claim, as a result of the time value of money and typical business needs, by waiting for the possibility of a higher price. [The 12 to 18 month time frame for TWA's assets] satisfies the requirement of a fair valuation because it identifies, as best it can, the equilibrium point between the two competing concerns of creditors: the desire to maximize the dollar figure from the assets to be sold and the desire to have the assets sold off quickly to satisfy creditors' claims sooner rather than later*".

Tuttavia, qualora le circostanze lo richiedano, la stessa Corte potrebbe optare per una liquidazione assolutamente veloce e, per così dire, rigorosa della società, come nel caso *Gilman*: "*It is well-settled that if a company is only nominally extant, to treat it as a going concern would be misleading and would fictionalize the company's true financial condition. Liquidation value is appropriate if at the time in question the business is so close to shutting doors that a going concern standard is unrealistic*"³¹.

Ad ogni modo, è interessante notare come gli *assets* di un'impresa finiscano per essere definiti da alcune misure del *present value* dei suoi flussi di cassa futuri, mentre i

Carroll's heroine have found out".

³⁰ Esattamente *Travellers Int'l AG v. Trans World Airlines, Inc.* (In re *Trans World Airlines, Inc.*), 134 F3d 188 (3d Cir.), 523 U.S. 1138 (1998).

³¹ *Gilman v. Scientific Research Prods. Inc. of Delaware* (In re *Mama D'Angelo, Inc.*), 55 E3d 552, 555-56 (10th Cir. 1995)



debiti vengano valutati “*at face value*” ed evidenziare che “*if holders of claims are fully informed of the debtor's affairs and the asset values are less than the face amount of the claims, they would never value their claims at more than the value of the assets. Likewise, the fully informed debtor would never be willing to pay claimants more than claimants would be willing to take. Thus, the value of the claims would never exceed the value of the assets and insolvency could never occur. If [debts were valued at market value], insolvency could never occur, which is an absurd result*”³².

Può verificarsi, peraltro, che i flussi di cassa previsti siano sufficienti a coprire i debiti correnti sebbene il *present value* di quei flussi di cassa sia inferiore al *face amount* del debito non scontato.

La questione, in effetti, risiede nel riscontro di una eventuale differenza tra l'ammontare dei flussi di cassa futuri ed il loro valore attuale, che deve prendere in considerazione il valore c.d. temporale del denaro (tasso di sconto e riduzione del rischio).

Sarebbe, questo, il caso in cui il flusso di cassa futuro è abbastanza elevato da potere risanare il debito nella data della sua maturazione, ma il tasso di sconto ne riduce il valore portandolo al di sotto del valore nominale non scontato che ha in quel momento il debito.

Vi sono, dunque, due c.d. *disconnects* tra il valore degli *assets* e il valore nominale del debito.

La prima “disconnessione” è costituita dal fattore tempo, nel senso che il paragone tra il valore attuale di un bene ed il valore futuro di un altro bene è fisiologicamente foriero di problematiche, a prescindere dalla eventuale omogeneità dei beni comparati.

La seconda è rappresentata dall'assenza di qualsivoglia impatto della diminuzione di rischio sui flussi di cassa della società e dunque sulla solvibilità attuale: le imprese possono adempiere le proprie obbligazioni solo con i flussi di cassa presenti in quel momento, non con quelli futuri attualizzati.

Il *balance-sheet solvency test*, pur prevedendo il meccanismo forse più intuitivo in linea di principio, disvela dunque numerose imperfezioni sul piano applicativo.

4. Il *capital-adequacy solvency test*, definito dalla legge in modo meno dettagliato, essenzialmente valuta se sia *improbabile* che un'impresa diventi insolvente, applicando il *balance-sheet test* o l'*ability-to-pay test*. In questo senso la giurisprudenza ha talvolta descritto l'inadeguatezza patrimoniale come “*a condition of financial debility short of insolvency (in either the bankruptcy or equity sense) but which makes insolvency reasonably*”

³² Così letteralmente in *Hanna v. Crenshaw (In re ORBCOMM Global L.P.)*, Adv. No. 02-1914 (MFW), 2003 (Bankr. D. Del. June 12, 2003).



*foreseeable. In other words, a transaction leaves a company with unreasonably small capital when it creates an unreasonable risk of insolvency*³³. Un capitale inadeguato, nella pratica, “*encompasses difficulties which are short of insolvency in any sense but are likely to lead to insolvency at some time in the future*”³⁴.

Nell’ottica del *capital adequacy test* le proiezioni finanziarie rivestono importanza decisiva ai fini della valutazione dell’adeguatezza patrimoniale: esse dovrebbero dimostrare che l’impresa ha la capacità di resistere ad una ragionevole gamma di operazioni di mercato e di fluttuazioni economico-finanziarie³⁵. Inoltre, nell’ambito del *test* in parola dovrebbero analizzarsi “*all reasonably anticipated sources of operating funds, which may include new equity infusions, cash from operations, or cash from secured or unsecured loans over the relevant time period*”³⁶. Tuttavia, è pur vero che “[w]hile a company must be adequately capitalized, it does not need resources sufficient to withstand any and all setbacks”³⁷.

La questione, allora, va posta con riferimento al giudizio – quantitativo – volto a stabilire quanto *capital* possa considerarsi sufficiente ai fini del superamento del *test*, che inevitabilmente richiama il giudizio – normativo – circa la probabilità d’insolvenza che l’impresa (e con essa i suoi creditori) potrebbe trovarsi a sostenere. Quest’ultimo giudizio dipende a sua volta da molteplici ed eterogenei fattori, tra cui il grado di asimmetria informativa tra debitore e creditore.

La *capital adequacy* può essere definita sia in termini di *ability to pay test* che di

³³ Così in *Brandt v. Hicks, Muse & Co., Inc. (In re Healthco Intern., Inc.)*, 208 B.R. 288, 302 (Bankr. D. Mass. 1997). Si veda altresì *Moody v. Sec. Pac. Bus. Credit, Inc.*, 971 E2d at 1070, laddove “*viewed in this light, an 'unreasonably small capital' would refer to the instability to generate sufficient profits to sustain operations. Because an inability to generate enough cash flow to sustain operations must precede an inability to pay obligations as they become due unreasonably small capital would seem to encompass unreasonable due, unreasonably small capital would seem to encompass financial difficulties short of equitable insolvency*”).

³⁴ *Vadnais Lumber Supply, Inc. v. Byrne (In re Vadnais Lumber Supply, Inc.)*, 100 B.R. 127, 137 (Bankr. D. Mass. 1989). Si veda anche *Salisbury v. Tex. Commerce Bank-Houston, N.A. (In re WCC Holding Corp.)*, 171 B.R. 972, 985 (Bankr. N.D. Tex. 1994) dove si precisa che “*unreasonably small assets signifies an inability to generate enough cash flow from operations and the sale of assets to remain financially stable*”) nonché *Murphy v. Meritor Sav. Bank (In re O'Day Corp.)*, 126 B.R. 370, 407 (Bankr. D. Mass. 1991): “*unreasonably small capitalization encompasses financial difficulties which are short of equitable insolvency or bankruptcy insolvency*”.

³⁵ Nella sentenza sul caso *Moody, cit.*, par. 1073 si evidenzia che “*to a degree, parties must also account for difficulties that are likely to arise, including interest rate fluctuations and general economic downturns, and otherwise incorporate some margin for error*”.

³⁶ *Id.*, par. 1072 nota 24. Nel successivo par. 1073, inoltre, si evidenzia che “*because projections tend to be optimistic, their reasonableness must be tested by an objective standard anchored in the company's actual performance. Among the relevant data are cash flow, net sales, gross profit margins, and net profits and losses*”. Sul tema dell’ottimismo dei *manager* nella percezione delle prospettive societarie si veda J.B. HEATON, *Managerial optimism and corporate finance*, in *Fin. Mgm.*, 31, 2002, p. 33.

³⁷ Così in *MFS/Sun Life Trust v. Van Dusen Airport Services*, 910 F. Supp. (1995), par. 944.



balance sheet test e, con riferimento a quest'ultimo, sia in termini di *going concern* che di *liquidation*. L'impresa ha un capitale (patrimonio, si direbbe) adeguato, dunque, se appare in grado di resistere alle variabili negative restando sempre solvibile.

5. In base alla disciplina fallimentare statunitense non è necessario che il debitore sia insolvente affinché possa richiedere la c.d. *bankruptcy protection*³⁸; i *solvency tests*, dunque, raramente entrano in gioco in tale contesto, tuttavia essi mantengono rilievo applicativo in scenari diversi ma simili, tra cui le *avoidance actions*³⁹.

Il paragrafo 547 del *Bankruptcy Code* (che regola i c.d. *preferential transfers*)⁴⁰ consente al debitore di revocare determinati trasferimenti effettuati nei novanta giorni antecedenti la dichiarazione di fallimento laddove, tra l'altro, il debitore fosse al tempo in stato di insolvenza⁴¹. Il *Bankruptcy Code*, in ogni caso, presume che il debitore sia stato *balance sheet insolvent* per tutti i novanta giorni di c.d. *reach back period*⁴², ferma restando la possibilità di superare tale presunzione adducendo "*some evidence*" of *solvency*"⁴³ ed, in tal caso, l'onere della prova dell'insolvenza tornerebbe in capo al debitore come se la presunzione di cui sopra non fosse mai esistita⁴⁴.

Il successivo paragrafo 548 del *Bankruptcy Code*⁴⁵ prevede che, qualora un debitore, nei due anni precedenti all'istanza di fallimento, abbia ceduto beni per un valore inferiore a quello effettivo, possa revocare tale trasferimento solo a patto che sia in grado di dimostrare il proprio stato di insolvenza al momento del trasferimento attraverso l'applicazione di uno dei tre *solvency test* di cui ai precedenti paragrafi.

La *solvency* costituisce un aspetto problematico altresì nel caso in cui un

³⁸ Si veda, tra tutte, *In re SGL Carbon Corp.*, 200 F.3d 154, par. 163 (3d Cir. 1999), laddove "*it is well established that a debtor need not be insolvent before filing for bankruptcy protection*". Sebbene un debitore non debba necessariamente essere insolvente per agire, talvolta l'azione potrebbe risultare così prematura o inutile da non riuscire a supportare un c.d. *valid bankruptcy purpose*.

³⁹ Si veda *Trenwick Am. Litig. Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*, 906 A.2d 168, 199 (Del. Ch. 2006), laddove si espongono i rimedi ulteriori a disposizione dei creditori in caso di insolvenza del debitore.

⁴⁰ U.S.C. § 547 (2006).

⁴¹ U.S.C. § 547(b)(3).

⁴² Sul punto si veda, tra l'altro, *Homeplace of Am., Inc. v. Salton, Inc. (In re Waccaman's Homeplace)*, 325 B.R. (Bankr. D. Del. 2005), par. 528, in cui si segnala che "*debtor is presumed to have been insolvent on and during the 90 days immediately preceding the date of the filing of the petition*".

⁴³ *Id.*, par. 529.

⁴⁴ Cfr. *Union Meeting Partners v. Lincoln Nat'l Life Ins. Co. (In re Union Meeting Partners)*, 163 B.R. 229, 239 (Bankr. E.D. Pa. 1994). Si veda altresì R. J. STEARN, Jr., *Proving Solvency: Defending preference and fraudulent transfer litigation*, in *Bus. Law.*, 62, 2007, p. 359, laddove si approfondisce il tema della presunzione di insolvenza.

⁴⁵ U.S.C. § 548 (2006).



venditore cerchi di tornare in possesso di beni venduti a un debitore prima del fallimento; in alcune circostanze, il *Bankruptcy Code* permette al venditore di chiedere la restituzione dei beni venduti al debitore nei quarantacinque giorni precedenti al fallimento, ma solo se il debitore si trovava in stato di insolvenza – determinato in base allo *standard balance sheet test* – al momento dell'operazione⁴⁶.

Inoltre, un conflitto per la *solvency* potrebbe avere luogo anche qualora un gruppo di *equity holders* cerchi di formare un c.d. *official committee*⁴⁷, dovendo in tal caso dimostrare “*a substantial likelihood that they will receive a distribution from the debtor*”⁴⁸ e determinare, dunque, se il debitore sia *balance sheet solvent*⁴⁹.

Il principio *de quo* è simmetrico a quello accolto dalla Delaware Court of Chancery, laddove si presume che gli *stockholders* – a cui il diritto fallimentare federale non riconosce un interesse qualificato a meno che non siano in grado di stabilire la *solvency* dell'impresa⁵⁰ – siano meritevoli di tutela salvo che non venga dimostrata l'insolvenza della società.

Come per il diritto fallimentare federale, comunque, la *solvency* è concetto paradigmatico anche per la legislazione e la giurisprudenza dello Stato del Delaware. In particolare, sulla base del *solvency test* i creditori sociali acquistano o meno la legittimazione ad attivare i rimedi per le violazioni dei *fiduciary duties* da parte degli amministratori della società⁵¹.

Si è vissuta, in passato, una certa incertezza riguardo la definizione e l'ambito di operatività di questo “*shift*”, a seguito della sentenza relativa al caso *Credit Lyonnais*⁵² ed in particolare alla nota n 55 alla sentenza stessa, che riportava la seguente affermazione del Chancellor Allen: “[a]t least where a corporation is operating in the vicinity of

⁴⁶ U.S.C. § 546(c).

⁴⁷ *In re Spansion, Inc.*, 421 B.R. 151 (Bankr. D. Del. 2009).

⁴⁸ *Id.*, par. 156, laddove si auspica una “*strict application of the absolute priority rule*”).

⁴⁹ *Ibidem*.

⁵⁰ Come precisa H.R. MILLER, *Corporate Governance in Chapter 11: The Fiduciary Relationship Between Directors and Stockholders of Solvent and Insolvent Corporations*, in *Seton Hall L. Rev.*, 23, 1993, p. 1490: “*because the Bankruptcy Code provides that creditors have priority over stockholders in the hierarchy of dividends and distributions of consideration, the argument may be made that an insolvent debtor should pursue actions that further the interests of creditors despite the potentially negative effect on its stockholders. Because stockholders of an insolvent debtor are entitled to no distribution under a plan of reorganization if the absolute priority rule is applied, the argument may be made that stockholders of an insolvent corporation in chapter 11 have no pecuniary interest in the case*”.

⁵¹ Fondamentale, con riferimento alla questione in parola, la sentenza del caso *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheevalla*, 930 A.2d 92, 103 (Del. 2007), che ha stabilito che “*individual creditors of an insolvent corporation have no right to assert direct claims for breach of fiduciary duty against corporate directors. Creditors may nonetheless protect their interests by bringing derivative claims on behalf of the insolvent corporation*”.

⁵² *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Commc'ns Corp.*, 1991 WL 277613, n.55 (Del. Ch. 1991), in *Del. J. Corp. L.*, 17, 1992, p. 1155.



insolvency, a board of directors is not merely the agent of the residue risk bearers, but owes its duty to the corporate enterprise”, nel senso che gli amministratori di una società in crisi finanziaria, che credono di dovere prendere decisioni solamente a beneficio degli *stockholders*, non necessariamente assumono la decisione migliore per la società, soggetto distinto dai soci, con autonomo interesse..

La nota 55 ha dato vita ad un dibattito circa la natura e la portata dei doveri degli amministratori nella c.d. "*zone of insolvency*" – come si approfondirà al successivo par. 7 – che è peraltro risultato utile a definire con un maggior grado di certezza il significato stesso ed i confini del concetto di *insolvency*.

In base a tale ricostruzione, i creditori di una società insolvente potrebbero in effetti eccepire un *breach of fiduciary duties*, ma non in via diretta, bensì per il tramite di un *derivative claim*⁵³.

Lo stato di *insolvency* rileva altresì in ambiti estranei alla disciplina dei *fiduciary duties*, ad esempio attivando la giurisdizione della Court of Chancery per la nomina del commissario liquidatore secondo il Titolo 8 del *Delaware Code*⁵⁴.

Valutazioni assimilabili al *balance sheet solvency test* vengono inoltre richiamate per stabilire se la società possa pagare i dividendi secondo il par. 17037 del medesimo Titolo 8 o rivendere il suo *stock* secondo il par.160⁵⁵.

Infine, come nel caso del fallimento, la *solvency* gioca un ruolo chiave nello *statute* del Delaware relativo al trasferimento fraudolento di *assets*⁵⁶.

6. Come si accennava *supra*, i confini della *zone of insolvency*, delineati per via giurisprudenziale attraverso i *solvency tests* di cui ai precedenti paragrafi, risultano “*imprecise and hard-to-define*”⁵⁷.

Le Corti, in vero, applicano usualmente il *balance sheet test*, volto come si diceva a verificare se il *fair market value* del passivo sociale sia superiore a quello dell’attivo patrimoniale⁵⁸ – anche se alcuni giudici hanno ritenuto necessario l’ulteriore requisito

⁵³ *Id.*, par. 101.

⁵⁴ DEL. COD. ANN. tit. 8, par. 291 (2001), laddove "*whenever a corporation shall be insolvent, the Court of Chancery, on the application of any creditor or stockholder thereof, may, at any time, appoint 1 or more persons to be receivers of and for the corporation*".

⁵⁵ Secondo il quale "*no corporation shall: (1) Purchase or redeem its own shares of capital stock for cash or other property when the capital of the corporation is impaired or when such purchase or redemption would cause any impairment of the capital of the corporation*".

⁵⁶ DEL. COD. ANN., tit. 6, par. 1301 (2005), che genericamente richiede la prova dello stato di insolvenza al fine di determinare la natura fraudolenta di un trasferimento di beni o *asset*.

⁵⁷ *Production Res., cit.*, par. 789.

⁵⁸ *Ibidem*.



che la società abbia “*no reasonable prospect that the business can be successfully continued in the face thereof*”⁵⁹ – o, in alternativa, *il cash flow solvency test*, teso a valutare la capacità dei flussi di cassa della società di far fronte puntualmente ai propri obblighi nel corso ordinario degli affari.

Attraverso l'applicazione di uno qualsiasi dei due *test*, la Corte riesamina la *solvency* di una società in un'ottica “retrospettiva” e senza tenere in considerazione le opinioni sul punto emerse nelle riunioni degli organi sociali e o nei rendiconti finanziari già sottoposti a revisione⁶⁰. D'altronde, la giurisprudenza riconosce alla questione un rilievo sostanzialmente pratico, tal che gli amministratori dovrebbero valutare la *solvency* di una società in modo conservativo e supporre uno stato di *insolvency* solo quando esista, sul punto, un ragionevole dubbio.

La prudenza connessa all'approccio conservativo di cui sopra risulta peraltro rafforzata dalla circostanza che i creditori, beneficiando di meccanismi processuali generalmente favorevoli all'attore, possono accedere alla *discovery* nell'ambito delle azioni di responsabilità, anche qualora la società sia dichiarata solvente⁶¹.

L'origine della possibilità da parte dei creditori di agire nei confronti degli amministratori della società debitrice insolvente per violazione dei doveri fiduciari può essere rintracciata nella sentenza del 1991 che la Court of Chancery del Delaware ha emesso nel caso *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*

In siffatta occasione, la Corte ha menzionato espressamente la possibilità che i doveri degli amministratori si estendano al di fuori della società e dei suoi *shareholders* nel caso in cui la società si trovi nella *zone of insolvency*⁶², favorendo i *plaintiff attorneys* nel ricostruire un presunto rapporto fiduciario – e non meramente obbligatorio – tra creditori sociali ed amministratori in caso di insolvenza⁶³.

In effetti, tuttavia, non tutte le istanze presentate sulla scorta di questo principio hanno in seguito avuto riscontro positivo dinanzi alla *Chancery Court* del Delaware. In particolare la sentenza del 2004 relativa al caso *Production Res. Group v. NCT Group* – di cui si dirà più approfonditamente *infra* – ha espressamente precisato la natura esclusivamente derivativa di qualsiasi azione dei creditori sociali nei confronti degli amministratori, anche ed in particolare nella *zone of insolvency*⁶⁴. Allo stesso tempo,

⁵⁹ *Production Res., cit.*, par.782 (che nello specifico cita il caso *Sipie v. S & K Plumbing & Heating, Inc.*, 1982 WL 8789, par.2 (Del. Ch. 1982)).

⁶⁰ R. M. CIERI, M. J. RIELA, *Protecting directors and officers of corporations that are Insolvent or in the zone or vicinity of insolvency: important considerations, practical solutions*, in *DePaul Bus. & Comm. L.J.*, 2, 2004, p. 295.

⁶¹ *Production Res., cit.*, parr. 789-90.

⁶² *Credit Lyonnais, cit.*, nota n. 55.

⁶³ M. N. BERMAN, *Delaware Court Reigns in Creditor Suits Against Ds & Os*, in *Amer. Bank. L.J.*, 4, 2005, p. 22.

⁶⁴ In generale si veda *Production Res., cit.*, par.789.



però, la Corte ha rilevato come in caso di insolvenza il perimetro degli interessi che gli amministratori devono prendere in considerazione si estenda oltre quelli dei soci, includendo anche quelli dei c.d. *stakeholder*, compresi dunque i creditori⁶⁵, cui in tale contesto spetterebbe la legittimazione ad agire.

In effetti, nel caso *Credit Lyonnais* la Corte ha affermato che "*where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of directors [...] owes its duty to the corporate enterprise*", ponendo a carico degli amministratori l'onere di "*consider the community of interests that the corporation represents*".

Peraltro, il mancato espresso riconoscimento da parte della Corte dell'esistenza di doveri fiduciari nei confronti dei creditori nella *zone of insolvency* e della proponibilità di azioni di responsabilità ha esposto la sentenza *Credit Lyonnais* a due possibili, diverse, interpretazioni. Da un lato si sarebbe potuta individuare la – per certi versi tacita – legittimazione ad agire in capo ai creditori per violazione dei *fiduciary duties*, dall'altro la sentenza avrebbe potuto essere interpretata come il riconoscimento di uno "scudo" che protegge gli amministratori dalle azioni di responsabilità dei soci, per favorire in caso di insolvenza gli interessi di altri *stakeholders*, *in specie* i creditori⁶⁶.

È stato altresì osservato come il caso *Credit Lyonnais* abbia portato ad una "*explosion*" di azioni di responsabilità dei creditori nei confronti di amministratori di *failed businesses* e come questo *trend* abbia finito per influenzare i processi di *decision-making* delle aziende in difficoltà⁶⁷.

Succeivamente, nel caso *Official Comm. of Unsecured Creditors of Buckhead Am. Corp. v. Reliance Capital Group, Inc*⁶⁸ la Corte, nell'applicazione del diritto societario dello stato del Delaware, citando espressamente il caso *Credit Lyonnais*, ha ritenuto la sussistenza in capo agli amministratori di società insolvente di doveri fiduciari verso i creditori, ammettendo dunque le relative istanze.

Anche nel caso *Weaver v. Kellogg*⁶⁹ il *Southern District* del Texas ha concluso che, secondo la legge sia del Delaware che del Texas, gli amministratori di società insolventi, in determinate circostanze – includendo espressamente l'ipotesi in cui

⁶⁵ *Id.*, par.788. Sul concetto e la definizione della categoria degli *stakeholder* si veda *ex professo* R. E. FREEMAN, *Strategic management: a stakeholder approach*, Cambridge University Press, 2010 che parla di "*any group or individual that can affect or be affected by a company's purpose*", nel senso di "*the community from which the business draws its resources*". Si veda altresì R. E. FREEMAN, W. EVAN, *A stakeholder theory of modern corporation: the Kantian capitalism*, in *Ethical Theory and Business*, a cura di T. Beauchamp, Prentice Hall, 1988.

⁶⁶ Sul punto si veda R. DE R. BARONDES, *Fiduciary Duties of Officers and Directors of Distressed Corporations*, in *Geo. Mason L. Rev.*, 7, 1998, p. 66.

⁶⁷ Così M. N. BERMAN, *op. cit.*, p. 22.

⁶⁸ *Official Comm. of Unsecured Creditors of Buckhead Am. Corp. v. Reliance Capital Group, Inc.*, 178 B.R. 956, 968 (D. Del. 1994).

⁶⁹ *Weaver v. Kellogg*, 216 B.R. 563, 584 (S.D. Tex. 1997).



l'operazione oggetto dell'azione sia alla base dell'*insolvency* –, sono soggetti al rispetto di doveri fiduciari verso i creditori sociali.

Il caso *Production Resources*, cui già si accennava *supra*, ha delineato in maniera più chiara il quadro giuridico entro il quale i creditori possono convenire in giudizio gli amministratori per violazione dei *fiduciary duties*, ritenendo che la sentenza *Credit Lyonnais* proteggesse gli amministratori che avessero anteposto gli interessi esterni alla società rispetto a quelli dei soci nella *zone of insolvency*⁷⁰. I giudici del caso *Production Resources* hanno quindi ridotto la possibilità per i creditori di azionare la responsabilità degli amministratori come meccanismo per aumentare il risarcimento da parte di una società insolvente.

L'analisi della corte nel caso *Production Resources* parte dal principio – che può a questo punto considerarsi consolidato – secondo il quale gli amministratori di una impresa solvente devono operare in modo da massimizzare innanzitutto il valore della società per gli *shareholders* laddove, qualora la società entrasse nella *zone of insolvency*, dovrebbero rientrare nella valutazione anche gli interessi degli *stakeholders*, inclusi quelli dei creditori. Con riferimento a questo particolare aspetto, la Corte in *Production Resources* ha evidenziato come la sentenza *Credit Lyonnais* abbia semplicemente enfatizzato la circostanza che “*directors have discretion to temper the risk that they take on behalf of the equity holders when the firm is in the zone of insolvency*”, senza per questo creare “*a new body of creditor's rights law*”⁷¹.

In quest'ottica, la sentenza *Credit Lyonnais* andrebbe letta nel senso che, entrata la società nella *zone of insolvency*, i) il “*context of high risk and uncertainty*” permette agli amministratori di considerare la “*community of interest*” della società e non soltanto l'interesse dei soci, ii) gli amministratori sono “protetti” dalla *business judgment rule* se una *business decision* prende in considerazione gli interessi degli *stakeholders* oltre a quelli degli *shareholders*, iii) i doveri fiduciari degli amministratori di una società che si trova nella *zone of insolvency* non si estendono agli *stakeholders*; iv) la *zone of insolvency* non conferisce quindi ai creditori la legittimazione ad impugnare in via diretta le *business decisions* degli amministratori come violazione dei *fiduciary duties*.

Come si accennava già al precedente paragrafo 6, d'altronde, la successiva sentenza nel caso *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheenwalla*⁷² ha definitivamente stabilito che “*individual creditors of an insolvent corporation have no right to assert direct claims for breach of fiduciary duty against corporate directors. Creditors may nonetheless protect their interests by bringing derivative claims on behalf of the insolvent corporation*”.

In ogni caso, quindi, il *legal framework* così delineato non lascia i creditori privi di *corporate governance protections*, dal momento che non solo essi possono agire in via derivativa contro gli amministratori, ma altresì risultano favoriti sul piano processuale

⁷⁰ *Production Res., cit.*, parr. 787-88.

⁷¹ *Ibidem.*

⁷² *Gheenwalla, cit.*, par. 103.



dalla presunzione che la condotta degli amministratori precedente allo stato di *insolvency* della società abbia cagionato l'insolvenza. È evidente, peraltro, che la legittimazione derivativa dei creditori non preclude la possibilità da parte degli *shareholders* di azionare la responsabilità.

Deve segnalarsi, infine, che proprio il caso *Production Resources* suggerisce la possibilità che un singolo creditore possa, in determinate circostanze, attivare un'azione diretta per violazione dei diritti fiduciari, in particolare nell'ipotesi in cui un amministratore si sia rifiutato di soddisfare un singolo creditore, detentore di un comprovato diritto al pagamento di un debito liquido ed esigibile⁷³.

7. Il *solvency test*, così come in generale la questione della rilevanza giuridica del passaggio di una società da uno *status* di solvibilità alla *zone of insolvency*, costituisce nell'ordinamento statunitense l'epicentro di un complesso spettro di rapporti societari ed uno dei punti di equilibrio del peculiare paradigma anglosassone della *limited liability*.

In questo senso, non può evitarsi di richiamare il dibattito ormai decennale che – anche e soprattutto negli ordinamenti europei – sta avvolgendo il tema del capitale sociale⁷⁴, *in specie* promuovendo un ridimensionamento della portata vincolante dello

⁷³ *Production Res.*, *cit.*, par.798.

⁷⁴ Il riferimento è, tra gli altri, a L. ENRIQUES, J. MACEY, *Creditors versus capital formation: the case against the european legal capital rules*, in *Cornell L. Rev.*, 2001, p. 1164; P.O. MÜLBERT, M. BIRKE, *Legal Capital: Is there a case against the european legal capital rules?*, in *EBOR*, 2002, p. 698; W. SCHÖN, *The Future of Legal Capital*, in *EBOR*, 2004, p. 447; C. ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores*, in *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal, en homenaje al prof. García Villaverde*, Madrid, 2007, p. 127; P. SANTELLA, R. TURINI, *Capital maintenance in the EU: is the second company law directive really that restrictive?*, in *EBOR*, 2008, p. 427; J.M. NELISSEN GRADE, M. WAUTERS, *Reforming legal capital: harmonisation or fragmentation of creditor protection?*, in *The European Company Law Action Plan Revisited*, a cura di K. GEENS- K. HOPT, Leuven, 2010, 26 ss..

In particolare, per una panoramica delle proposte di rimedi alternativi al capitale sociale si veda HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report: A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruxelles, 4-11-2002, Cap. IV, par. 4, lett. a), 87 ss., l'Action Plan della COMMISSIONE UE, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union-A Plan to Move Forward*, COM(2003)284, Bruxelles, 21 maggio 2003, par. 3.2, p.17, nonché W. SCHÖN, *Balance sheet test or solvency Tests - or both?*, in *EBOR*, 2006, p. 182.

Con riferimento ai singoli ordinamenti si rinvia, per quanto riguarda la Gran Bretagna a J. PAYNE, *Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006*, in *Rationality in Company Law, Essays in Honour of D.D. Prentice*, a cura di J. ARMOUR, J.PAYNE, Oxford-Portland, 2009, p. 123, P. DAVIES, *Gover and Davies' Principles of Modern Company Law*8, London, 2008, p. 306, D. KERSHAW, *Company Law in Context.Text and Materials*, Oxford, 2009, p. 790; per la Germania a J. WILHELM, *Verbot der Zahlung aber Strafandrohung bei Nichtzahlung gegen den Geschäftsführer einer insolvenzreifen GmbH?*, in *ZIP*, 2007, p.



stesso e finanche l'abolizione del capitale minimo (operazione che, peraltro, risulta oggi sostanzialmente compiuta anche nel nostro ordinamento, a seguito dell'introduzione della "Società semplificata a responsabilità limitata" e della "Società a responsabilità limitata a capitale ridotto", avvenuta ad opera, rispettivamente, dell'art. 3 del d.l. 1/2012 che ha introdotto l'art. 2463-*bis* c.c. e dell'art. 44 del d.l. 83/2012).

Se questa è la direzione che il fenomeno societario si appresta a prendere, sul piano della tutela dei creditori è inevitabile che gli ordinamenti – in particolare quelli dell'europa continentale – sviluppino alternative all'attuale sistema di regole incentrate sulla conservazione del capitale sociale, sì che un passaggio da *rule* a *standard*, ad esempio proprio con il ricorso allo strumento del *solvency test*, potrebbe ambire a realizzare, seppur con modalità profondamente diverse, il medesimo proposito di tutela, in particolare regolamentando la distribuzione dell'attivo e determinando l'interruzione dell'attività a protezione del patrimonio residuo⁷⁵.

Si tratterebbe, peraltro, di una prospettiva non del tutto coincidente con quella seguita dalla giurisprudenza americana in tema, appunto, di *solvency*, atteso che, come si è visto, la sensibilità dell'interprete statunitense è per lo più orientata verso la questione dei *fiduciary duties* degli amministratori e di quel possibile "*shift*" del rapporto fiduciario in direzione dei creditori di cui si diceva.

Il diritto societario statunitense, infatti, reagisce all'aumento degli *agency costs* nella *zone of insolvency* predisponendo due strategie normative a tutela dei creditori.

1781, A. CAHN, *Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 - Aktien- und Konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes*, in *Konzern*, 2009, p. 7 ss., ID., *Das richterrechtlich Verbot der Kreditvergabe an Gesellschaft und seine Folgen*, in *Konzern*, 2004, p.238, laddove si fa specifico riferimento ai *solvency tests* del diritto americano; per l'ordinamento olandese a H. J. DE KLUIVER, *Towards a Simpler and More Flexible Law of Private Companies - A New Approach and the Dutch Experience*, in *ECFR*, 2006, p.45 ss., H. BOSCHMA, L. LENNARDS, H. SCHUTTE VEENSTRA, *The Reform of Dutch Private Company Law: New Rules for the Protection of Creditors*, in *EBOR*, 2007, p. 567; M.J. KROEZE, J.B. WEZEMAN, *Reform of Dutch Private Company Law*, in *Private Company Law Reform. International and European Perspectives*, a cura di J.A. MCCAHERY, L.E. TIMMERMAN, E. VERMEULEN, The Hague, 2010, p. 181 ss., F. WOOLDRIDGE, *Proposed Amendments to the Law Governing the Dutch BV*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2009, p. 369.

Da ultimo, un'approfondita rassegna del dibattito si rinviene in M. MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. Soc.*, 2-3, 2012, p. 237.

⁷⁵ In questi termini G. SANDRELLI, *La direttiva sul capitale sociale dopo l'aggiornamento del 2006: dibattito e riforme*, in *Riv. Dott. Comm.*, 6, 2008, p. 1125. Di recente si segnala, sempre sul tema del rapporto tra tutela dei creditori e regole sul capitale, A. HAAKER, *The future of european creditor protection and capital maintenance from a german perspective*, in *Ger. L. J.*, 13, 2012, p. 637 che, anche con riferimento ai principi IAS/IFRS, richiama l'utilità dei *solvency tests* come sistema alternativo di *capital maintenance* nell'ottica della tutela dei creditori, circa la quale precisa che "*the one-sided focus on shareholders' interests inherent in shareholder value-orientated corporate policies presupposes that there is a functioning system to protect the economic interests of the other stakeholder groups (creditors, employees, customers, suppliers, etc.)*".



La prima consiste nell'ampliamento soggettivo dello spettro di interessi cui l'azione dei *manager* deve orientarsi in situazione di insolvenza, che sulla base del quadro delineato dalla sentenza nel caso *Production Resources* arriva ad includere quelli dei creditori e degli altri *stakeholders*. Fermo restando che, evidentemente, la questione del potenziale conflitto di interessi tra creditori e soci resta rimessa al *business judgement* degli amministratori, tanto che a questi ultimi conviene in ogni caso agire nell'ottica di massimizzare il valore della società, indipendentemente dagli eventuali vantaggi individuali delle due diverse categorie.

La seconda strategia consiste nell'attribuire ai creditori la legittimazione ad azionare – seppure in via derivativa, se si eccettua la particolare situazione del rifiuto di pagamento del debito da parte dell'amministratore – la responsabilità degli amministratori, attraverso il tipico strumento *ex post* degli *standard* fiduciari.

La chiave di lettura, in ogni caso, resta la *business judgment rule*⁷⁶ che anche nella *zone of insolvency*, nonostante la delicatezza degli interessi e delle categorie coinvolte, presidia la legittimità dell'operato dell'amministratore, informato e disinteressato, che abbia agito in buona fede.

⁷⁶ Che secondo M. A. EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società americane*, in *Giur. Comm.*, 1992, I., p. 622, si fonda su tre condizioni di applicazione e su un criterio di valutazione. Le tre condizioni sono rappresentate 1) dall'esistenza di una decisione, cosa che esclude la valutazione di un'eventuale condotta omissiva; 2) dall'assenza di un interesse personale di natura finanziaria del *manager*; 3) dalla corretta applicazione delle regole che presiedono all'assunzione di una decisione. Solo dopo aver soddisfatto questi elementi segue la valutazione, alla luce di un criterio di razionalità, del comportamento tenuto dagli amministratori.