



Dottorato di Ricerca in Analisi Aziendale e Giuridica: mercati, finanza, istituzioni e consumatori,  
curriculum “Diritto dei mercati e dei consumatori”.

XXIX Ciclo

LA GESTIONE DELLA CRISI D’IMPRESA NEL  
CONCORDATO PREVENTIVO CON OPERAZIONI DI  
CONVERSIONE “FORZOSA” DEL CREDITO IN *EQUITY*,  
*DEBT* O QUASI *EQUITY*: LIBERTA’, LIMITI E SOLUZIONI  
OPERATIVE.

Dottorando: Marco Nazareno Mizzau \_\_\_\_\_

Docente guida: Prof. Giustino Di Cecco \_\_\_\_\_

Docente guida: Prof. Paolo Valensise \_\_\_\_\_

Coordinatore: Prof.ssa Maddalena Rabitti \_\_\_\_\_



# INDICE SOMMARIO

Introduzione e piano di indagine .....	7
--	---

## CAPITOLO 1

### L'ARTICOLO 160 DELLA LEGGE FALLIMENTARE E L'AUTONOMIA DEL DEBITORE NELLA GESTIONE DELLA CRISI

1. L'evoluzione normativa del concordato preventivo .....	9
2. L'autonomia del debitore nella "costruzione" del programma di ristrutturazione .....	19
3. Soluzioni negoziali concrete, limiti e contenuto del piano .....	23

## CAPITOLO 2

### I CASI PARMACOTTO, SOCOTHERME E I VIAGGI DEL VENTAGLIO

1. L'autonomia decisionale del debitore nel concordato preventivo .....	33
1.1 Il tema della continuità diretta e indiretta .....	39
2. L'esperienza del concordato preventivo con operazioni di conversione del debito nell'ultimo decennio .....	43
2.1 Parmacotto S.p.A. ....	44
2.2 Socotherm S.p.A. ....	49
3. Il caso "I Viaggi del Ventaglio" .....	51
3.1 La Società e le cause della crisi .....	52
3.2 Il Piano concordatario .....	53
3.3 Il giudizio del Commissario giudiziale: ulteriore limite all'autonomia del debitore? .....	56

## CAPITOLO 3

### LA CONVERSIONE "COATTIVA" DELL'INDEBITAMENTO IN EQUITY, DEBT E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI

1. Il ventaglio di soluzioni a disposizione del debitore .....	61
2. Le operazioni di conversione dell'indebitamento della società in crisi .....	64
3. La conversione nel concordato con continuità dell'impresa: valutazioni aziendalistiche .....	66
4. L'operazione di conversione sotto il profilo societario .....	69
4.1 Le tecniche di ricapitalizzazione della società in crisi .....	70
4.2 La rinuncia o l'esclusione del diritto di opzione .....	72
4.3 La liberazione del debito da sottoscrizione mediante compensazione .....	79

5. L'operazione di conversione forzata sotto il profilo concordatario .....	82
5.1 Le caratteristiche "mutevoli" della conversione forzata nelle diverse fasi del concordato preventivo .....	82
5.2 I dubbi sulla valutazione dei crediti oggetto di conversione .....	83
5.3 La sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione (sino all'omologa) .....	89
5.4 La valutazione degli interessi dei creditori nella definizione del programma di ristrutturazione .....	91
5.5 L'operazione di <i>swap</i> dei crediti nei concordati in continuità o liquidatori? .....	93
5.6 La misura percentuale di soddisfacimento nella conversione dei crediti .....	94
5.7 La conversione come modalità di soddisfazione anche dei creditori privilegiati? .....	96
6 I titoli offerti in conversione .....	98
6.1 <i>Equity swap</i> .....	99
6.1.1 Lo <i>swap</i> in quote delle s.r.l. ....	102
6.1.2 Le criticità dello <i>swap</i> nelle proposte concorrenti ai sensi dell'art. 163 l. fall. ....	105
6.2 <i>Debt swap</i> .....	109
6.3 La conversione in strumenti finanziari "ibridi", partecipativi e non partecipativi .....	112

#### CAPITOLO 4

##### **IL MECCANISMO DI TRASCINAMENTO FORZOSO E IL POSSIBILE PESO IMPOSTO A TUTTI I CREDITORI: LIBERTÀ E LIMITI NELLA DETERMINAZIONE DEL CONTENUTO DEL BENE OFFERTO IN CONVERSIONE**

1. L'approvazione della proposta concordataria e gli effetti per tutti i creditori.....	121
2. La regola della maggioranza .....	124
2.1. La suddivisione dei creditori in classi.....	127
3. Il principio della <i>par conditio creditorum</i> nelle operazioni di <i>swap</i> dei crediti in partecipazioni sociali.....	135
4. Il diritto di voto dei creditori soddisfatti mediante le operazioni di conversione dei crediti.....	136
5. Il "pacchetto" di diritti, obblighi, <i>patti</i> e situazioni giuridiche soggettive frutto della conversione dei crediti: esiste un limite? .....	140
6. Il "peso" imposto ai creditori dissenzienti .....	142
6.1. Uno sguardo alla conversione forzata delle azioni nel diritto societario .....	143
6.2. La legittimità di una decisione a maggioranza nelle conversioni forzose con effetti potenzialmente sfavorevoli .....	146
7. Il nuovo art. 182- <i>septies</i> l. fall. e l'estensione "forzata" degli effetti ai non aderenti .....	148

<b>CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE</b> .....	155
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	165



## **Introduzione e piano di indagine**

E' opinione ormai condivisa che un intervento di riforma organica dell'intera materia dell'insolvenza e più in particolare delle procedure concorsuali è divenuta una esigenza ormai improcrastinabile. La normativa di base, infatti, è ancora costituita dal regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 (cosiddetta legge fallimentare) e l'assenza di un aggiornamento organico della disciplina (la legge fallimentare italiana è stata ripetutamente riformata, ma con isolati interventi d'emergenza su singole parti della legge) non appare in linea con un quadro di dimensione transnazionale, poiché tutti gli altri Stati dell'Unione europea si sono dotati di normative sull'insolvenza più recenti.

Preso atto di tale situazione il Governo ha dato impulso ad un processo riformatore sulla materia. Infatti, per far fronte a tale problematica nell'anno 2014 il Ministro della giustizia ha istituito una commissione ministeriale presieduta dal presidente di sezione della Corte di Cassazione R. Rordorf, con l'incarico di riformare l'attuale impianto della legge n. 267 del 1942 e successive modifiche e integrazioni.

I lavori si sono conclusi, in data 10 febbraio 2016, con l'approvazione, da parte del Consiglio dei ministri, del disegno di legge delega al Governo per la riforma delle procedura concorsuali, successivamente approvato anche dalla Camera dei deputati, in data 1 febbraio 2017, e attualmente all'esame del Senato. Tuttavia, l'instabilità del Governo e gli eventi che si sono succeduti sul fronte politico hanno inevitabilmente rallentato la conclusione e l'approvazione di una riforma organica, che avrebbe sopperito a questo quadro di incertezza del diritto e alle conseguenti rilevanti difficoltà applicative che ne sono derivate negli anni. Tra i vari obiettivi, il progetto di riforma definisce in maniera più chiara alcuni aspetti dell'istituto del concordato preventivo, fissando delle regole che limitano l'attuale libertà del debitore, per garantire un maggiore livello di tutela. A tal riguardo, si pensi, ad esempio, all'introduzione della suddivisione obbligatoria dei creditori in classi, o alla possibilità di ricorrere al concordato liquidatorio solo in caso di apporto di risorse esterne.

Tuttavia nell'attuale scenario, in assenza di norme positive, permangono ancora dei dubbi sull'ampiezza della libertà riconosciuta al debitore in ambito concordatario, nonché sulla liceità di alcune proposte di ristrutturazione del debito, come nelle ipotesi di conversione

“forzata” del credito in azioni, obbligazioni, strumenti finanziari e titoli di debito.

Dunque l’analisi svolta, dopo un inquadramento di carattere sistematico generale sull’autonomia del debitore nella definizione del contenuto del piano e della proposta concordatari, si pone l’obiettivo di esaminare, anche mediante lo studio di tre casi pratici, le operazioni “forzate” di *equity*, *debt* o quasi *equity swap*, per verificare quali siano i limiti e le libertà imposte dall’attuale normativa, nonché per comprendere se, anche in assenza di espresse previsioni di legge, l’imposizione ai creditori dissenzienti di talune soluzioni concordatarie che impongono oneri, pesi o più in generale situazioni soggettive passive, debbano ritenersi illecite e dunque vietate.



## CAPITOLO 1

### L'ARTICOLO 160 DELLA LEGGE FALLIMENTARE E L'AUTONOMIA DEL DEBITORE NELLA GESTIONE DELLA CRISI

SOMMARIO: 1. L'evoluzione normativa del concordato preventivo. – 2. L'autonomia del debitore nella "costruzione" del programma di ristrutturazione. – 3. Soluzioni negoziali concrete, limiti e contenuto del piano.

#### 1. L'evoluzione normativa del concordato preventivo

L'attuale disciplina del concordato preventivo rappresenta il frutto degli svariati interventi del Legislatore negli ultimi dieci anni<sup>1</sup>. Le diverse modifiche normative introdotte hanno

---

<sup>1</sup> I contributi della dottrina dedicati al concordato preventivo e alle innovazioni e modifiche apportate all'istituto nel tempo sono ormai molto numerosi. Senza pretese di completezza, tra i commentatori, si segnalano S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, XI, Padova, 2008; S. AMBROSINI, *Il piano di concordato e l'eventuale suddivisione dei creditori in classi*, in S. AMBROSINI- P.G. DE MARCHI- M. VITIELLO, *Il concordato preventivo*, Bologna, 2009; R. BELLE', *Disciplina transitoria*, in M. FERRO (a cura di), *La legge fallimentare*, Padova, 2011; G. BERSANI, *I requisiti di ammissione al nuovo concordato preventivo nella giurisprudenza*, in *www.ilcaso.it*, 2010; S. BONFATTI- P.F. CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011; G. BOZZA, *Le condizioni soggettive ed oggettive del nuovo concordato*, in *Fall.*, 2005, 954; G. BOZZA, *La proposta di concordato preventivo, la formazione delle classi e le maggioranze richieste dalla nuova disciplina*, in *Fall.*, 2005, 1208; G. CANALE, *Il concordato preventivo a cinque anni dalla riforma*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 372; P. CATALLOZZI, *Il "classamento" obbligatorio nei concordati*, in *Fall.*, 2010, 775; P.F. CENSONI, *Il "nuovo" concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 735; O. DE CICCIO, *Le classi di creditori nel concordato preventivo*, Napoli, 2007; P.G. DE MARCHI, *Il concordato preventivo alla luce del "decreto correttivo"*, in S. AMBROSINI (a cura di), *Le nuove procedure concorsuali*, Bologna, 2008; M. FABIANI, *Diritto fallimentare*, Bologna, 2011; M. FERRO, *Sub artt. 160 e 161*, in M. FERRO (a cura di), *La legge fallimentare*, Padova, 2011; D. GALLETTI, *Commento all'art. 160 l. fall.*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, A. JORIO- M. FABIANI (a cura di), II, Bologna, 2006, 2268; M.C. GIORGIETTI, *Critica alla legge fallimentare riformata: la legittimazione dei terzi a proporre la domanda di concordato preventivo quale ipotesi di soluzione alternativa*, in *www.ilfallimentarista.it*, 2012; M. GRIFFEY, *La disciplina del concordato preventivo e le soluzioni della giurisprudenza*, in S. AMBROSINI (a cura di), *Le nuove procedure concorsuali*, Bologna, 2008; L. GUGLIELMUCCI, *Diritto fallimentare*, Torino, 2007; G. JACHIA, *L'impresa in crisi nel mercato e nel concordato preventivo*, in *www.csm.it*, 2006, 10; G. JACHIA, *Il concordato preventivo e la sua proposta*, in G. FAUCEGLIA- L. PANZANI (diretto da), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, 3, Torino, 2009; A. JORIO, *Sub art. 160 l. fall.*, in A. NIGRO- M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, III, Torino, 2010; P. LICCARDO, *Sub artt. 161, 162, 163 l. fall.*, in A. NIGRO-M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, III, Torino, 2010, 2082; G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, Milano, 2011; L. MANDRIOLI, *Il piano di ristrutturazione nel concordato preventivo (la ricostruzione giuridico-aziendalistica)*, in M. FERRO (a cura di), *La legge fallimentare*, Padova, 2011; F. MICCIO, *Appunti in tema di poteri del Tribunale nelle fasi di ammissione e di omologazione del Concordato preventivo*, in F. DI MARZIO (a cura di), *Il nuovo diritto delle crisi di impresa e del fallimento*, Torino, 2006; G.B. NARDECCHIA, *Le classi e la tutela dei creditori nel concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 80; A. NIGRO-D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, 2009; G. PACCHI, *Il concordato preventivo*, in E. BERTACCHINI- L.

rimodellato gli strumenti di gestione della crisi a disposizione del debitore, ampliando e promuovendo le possibilità di auto-regolazione da parte dell'imprenditore, seppure nell'ultimo periodo il legislatore sembrerebbe orientato a stabilire una vera e propria inversione di tendenza, per un utilizzo più oculato<sup>2</sup>.

Più in particolare con i decreti adottati negli anni 2005 e 2007, la disciplina della crisi di impresa appariva chiaramente diretta a favorire l'autonomia del debitore, con conseguente riduzione del ruolo dell'autorità giudiziaria<sup>3</sup>. Con tali interventi, infatti, veniva dato ampio

---

GUALANDI- S. PACCHI- G. PACCHI- G. SCARSELLI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2011; S. PACCHI- L. D'ORAZIO- A. COPPOLA, *Il concordato preventivo*, in A. DIDONE (a cura di), *Le riforme della legge fallimentare*, Milano, 2009; A. PALUCHOWSKY, *I poteri del Tribunale in sede di ammissione e nel corso della procedura di concordato preventivo con particolare riferimento alle ipotesi di conversione della procedura in fallimento*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 589; L. PANZANI, *Il decreto correttivo nella riforma delle procedure concorsuali*, in [www.ipsoa.it/fallimentoonline.it](http://www.ipsoa.it/fallimentoonline.it), 2007; A. PATTI, *I diritti dei creditori nel nuovo concordato preventivo*, in M. FABIANI- A. PATTI (a cura di), *La tutela dei diritti nella riforma fallimentare. Scritti in onore di G. Lo Cascio*, Milano, 2006; L. PICONE, *La reorganization nel diritto fallimentare statunitense*, Milano, 1993; M. SANDULLI, *Sub artt. 160, 161, 162*, in A. NIGRO- M. SANDULLI (a cura di), *La riforma della legge fallimentare*, II, Torino, 2006, 980; G. SANTONI, *Contenuto del piano di concordato preventivo e modalità di soddisfacimento dei creditori*, in AA.VV., *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa*, Torino, 2007; G.U. TEDESCHI, *Manuale del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2006; V. ZANICHELLI, *La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali*, Torino, 2008.

<sup>2</sup> Il concordato preventivo è stato introdotto nel nostro ordinamento con la legge 24 maggio 1903, n. 187, nell'unica forma del concordato con garanzia. Le modifiche apportate con la legge 17 aprile 1925, n. 473 e legge 10 luglio 1930, n. 995, portarono poi al R.D. 16 marzo 1942, n. 267, con l'introduzione -accanto al concordato con garanzia- altresì del concordato con cessione dei beni ai creditori, originariamente escluso dalla legge del 1903. In seguito l'istituto veniva radicalmente riformato con una nuova disciplina introdotta dal D.L. 14.3.2005, n. 35, convertito in L. 14.5.2005, n. 80, modificata e integrata dal D.L. 30 dicembre 2005, n. 273, convertito con modificazioni dalla L. 23 febbraio 2006, n. 51, nonché dalla riforma del sistema normativo delle procedure concorsuali d.lgs 9.1.2006, n. 5, dal decreto correttivo d.lgs. 12.9.2007, n. 169 e da successivi ulteriori interventi del Legislatore, tra i quali, l'art. 33, D.L. 22.6.2012, convertito in L. 7.8.2012 n. 134, il D.L. 21 giugno 2013, n. 69, convertito con modificazioni dalla L. 9 agosto 2013, n. 98, il D.L. 27 giugno 2015, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla L. 6 agosto 2015 n. 132 e da ultimo il D.L. 30 maggio 2016 n. 59 convertito con modificazioni nella L. 30 giugno 2016 n. 119.

<sup>3</sup> Il riferimento è ai citati D.L. 14 marzo 2005, n. 35, convertito in legge con modificazioni dalla Legge 14 maggio 2005, n. 80 (pubblicata nella Gazz. Uff. n. 111 del 14 maggio 2005), dal d.lgs 9 gennaio 2006, n. 5 (pubblicato in G.U. del 16 gennaio 2006, n. 12), nonché dal cosiddetto "decreto correttivo" d.lgs 12 settembre 2007, n. 169 (pubblicato in G.U. del 16 ottobre 2007, n. 241). E' opinione diffusa in dottrina che le diverse modifiche introdotte all'istituto del concordato preventivo, abbiano enfatizzato la dimensione pattizia, con conseguente riduzione dello spazio di intervento lasciato all'autorità giudiziaria, al fine di incentivare le possibilità di regolazione negoziale della crisi dell'impresa. In tal senso, tra i tanti, si vedano S. PACCHI, *Il nuovo concordato preventivo*, Milano, 2005, 61 ss.; A. PATTI, *Il sindacato dell'autorità giudiziaria nella fase di ammissione*, in *Fall.*, 2006, 1019; F. DI MARZIO, *Autonomia negoziale e nuove regole sulla crisi e sull'insolvenza dell'impresa*, in M. VIETTI-F. MAROTTA-F. DI MARZIO (a cura di), *Riforma fallimentare. Lavori Preparatori*, Torino, 2007, 18 ss.; S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, cit. 44; M.R. GROSSI, *La riforma della legge fallimentare*, Milano, 2005, 1358 ss.; F. GUERRERA- M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»*, in *Riv. soc.*, 2008, 19 ss.; G. MINUTOLI, *L'autonomia privata nella crisi d'impresa tra giustizia e controllo di merito (o di meritevolezza)*, in *Fall.*, 2008; C. ESPOSITO, *Il piano del concordato preventivo tra autonomia privata e limiti legali*, in *Le*

risalto agli strumenti di gestione della crisi e in particolare al concordato preventivo. Si agevolava, in questo modo, il ricorso a tale soluzione, attraverso l'introduzione di una serie di misure facilitatrici, tra le quali: l'eliminazione della soglia minima di soddisfacimento dei creditori chirografari, precedentemente stabilita nella misura del 40%; la possibilità sia di falcidiare il credito privilegiato, mediante il meccanismo del degrado per incapacità patrimoniale, sia di dividere i creditori chirografari in classi, secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei, con conseguente trattamento differenziato (tema approfondito *infra* nel capitolo 4, par. 2.1.); il meccanismo di formazione del consenso, mediante il silenzio assenso, nonché la particolare fattispecie del concordato con riserva<sup>4</sup>. Con tali misure correttive, pertanto, si allentavano i preesistenti rigidi presupposti per l'accesso all'istituto, con la finalità di promuoverne l'utilizzo da parte di una platea più ampia di imprenditori in difficoltà.

Secondo autorevole dottrina il concordato preventivo veniva modellato al fine di ottenere uno strumento "duttile" che spingesse il debitore a raggiungere una soluzione concordata con i creditori, sotto il controllo del tribunale<sup>5</sup>.

Tuttavia la spinta del legislatore verso la regolazione negoziata della crisi, con la "promozione" degli strumenti messi a disposizione dell'autonomia del debitore, comportava il rischio di effetti indesiderati<sup>6</sup>.

---

*nuove procedure concorsuali*, S. AMBROSINI (a cura di), Bologna, 2008, 543 ss.; A.M. AZZARO, *Concordato preventivo ed autonomia privata*, in *Fall.*, 2007, 1267. Più di recente si veda F. MAROTTA, *Gli strumenti di gestione e le scelte strategiche*, in M. VIETTI- F. MAROTTA- F. DI MARZIO (a cura di), *The italian change for restructuring, Un diritto per le imprese in crisi*, Milano, 2014, 250, secondo il quale uno dei tre driver che sembrano aver guidato il legislatore nella riforma dell'istituto è rappresentato dalla <<tendenza alla privatizzazione del procedimento, cioè la prevalenza del potere dispositivo delle parti, debitore e creditori, rispetto all'intervento del giudice>>. Invece per una analisi sugli orientamenti interpretativi emersi sulla natura giuridica del concordato preventivo si veda G. LO CASCIO, *Concordato preventivo: natura giuridica e fasi giurisprudenziali alterne*, in *Fall.*, 5, 2013, 525 ss. , secondo il quale sembrerebbe <<riproporsi una tendenza alla giurisdizionalizzazione del procedimento>> dalla quale <<verrebbe meno il tentativo che era affiorato di una soluzione unitaria della natura privatistica del concordato e si confermerebbero ancora una volta gli schemi del passato>>.

<sup>4</sup> Anche nell'ambito del fallimento si assisteva ad una spinta che prediligeva una maggiore autonomia, mediante la riduzione del ruolo del giudice delegato a favore di un aumento dei poteri del comitato dei creditori.

<sup>5</sup> Si esprime in tal senso M. SANDULLI, *cit.*, 981.

<sup>6</sup> Un recente studio della Banca d'Italia rileva che la relativa facilità di presentazione delle istanze di concordato con "riserva" e la sua conseguente ampia diffusione, già immediatamente dopo la sua introduzione negli anni 2012- 2013, aveva dato adito ai timori di un uso opportunistico dello strumento, poiché vi era il rischio che l'imprenditore ricorresse al concordato in bianco senza l'intenzione o la concreta possibilità di presentare un piano di risanamento nei termini previsti, ma solo al fine di dilazionare il pagamento dei creditori. A tal riguardo, inoltre, gli autori sottolineano che a seguito dell'elevata crescita delle domande di concordato e del

Infatti con l'abolizione della soglia minima di soddisfazione dei creditori chirografari, si apriva una stagione di concordati preventivi, con proposte con percentuali irrisorie<sup>7</sup>.

Su tale scia, con l'introduzione del cosiddetto concordato in bianco, introdotto al comma 6 dell'articolo 161, si assisteva a casi di utilizzo "indisciplinato", con veri e propri abusi dello strumento<sup>8</sup>. Spesso, infatti, il concordato con riserva veniva utilizzato per avere accesso all'ombrello protettivo previsto dall'art. 168 l. fall., ossia prevalentemente per ottenere la sospensione delle azioni esecutive e cautelari pendenti e per ottenere l'inefficacia delle ipoteche giudiziali iscritte nei 90 giorni precedenti. Dall'utilizzo strumentale dell'istituto ne conseguiva il rischio di posticipare di fatto la dichiarazione di decozione ormai certa dell'impresa, con aggravamento dello stato di dissesto dell'imprenditore e conseguente allungamento dei tempi di soddisfazione dei creditori. Inoltre tali situazioni, considerata l'assenza di un chiaro piano di ristrutturazione, producevano l'ulteriore effetto negativo di congestionare l'attività dei Tribunali<sup>9</sup>. Allo stesso modo, in caso di istanza di fallimento con udienza pre-fallimentare già fissata, talvolta il deposito della domanda in bianco veniva

---

timore che il nuovo strumento fosse utilizzato a fini opportunistici per dilazionare il pagamento dei debiti, nel giugno del 2013, con il Decreto Legge 69/2013, è stata introdotta la possibilità per i tribunali di nominare un commissario per monitorare la condotta del debitore nella fase precedente alla presentazione del piano. Sul punto si veda C. CASTELLI, G. MICUCCI, G. RODANO, G. ROMANO, *Il concordato preventivo in Italia: una valutazione delle riforme e del suo utilizzo*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers), in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), 2016, 31, 21.

<sup>7</sup> A tal riguardo si veda A. ROSSI, *Le proposte indecenti nel concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 2, 2015. L'autore si sofferma su due particolari proposte concordatarie, ossia sul "concordato a zero", che ricorre nelle ipotesi in cui la proposta concordataria non preveda alcuna concreta possibilità di soddisfacimento dei creditori chirografari, nonché sul "concordato al risparmio", nel caso in cui la proposta concordataria attribuisca una percentuale di soddisfacimento ai creditori chirografari, tuttavia lasciando una parte dell'attivo al debitore proponente.

<sup>8</sup> Il comma 6 dell'articolo 161 l. fall. è stato aggiunto dalla L. 7 agosto 2012, n. 134 che ha convertito con modificazioni il D.L. 22 giugno 2012, n. 83.

<sup>9</sup> Per una analisi sull'utilizzo distorto della domanda cosiddetta prenotativa si vedano G. LO CASCIO, *Percorsi virtuosi ed abusi nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2012, 8, 891, ss., nonché R. BONSIGNORI, *Abuso del diritto nel concordato preventivo con "riserva"*, in *Giur. comm.*, 2014, 3, 474 ss, secondo il quale la relativa facilità con la quale il debitore può accedere alle protezioni garantite dal deposito della domanda con riserva <<si presta, potenzialmente, a condotte abusive, dirette a conseguire obiettivi discordanti rispetto alle finalità "fisiologiche" dello strumento>>, nonché lo studio del Consiglio Nazionale del Notariato, *La c.d. domanda di concordato in bianco*, n. 100-2013/I, in [www.notariato.it](http://www.notariato.it), secondo il quale <<il rischio concreto di un utilizzo elusivo dell'istituto e l'incremento delle domande, più che raddoppiate rispetto al 2011, ha spinto i tribunali ad assumere posizioni rigide>>. In relazione, invece, al generale concetto di abuso del diritto si vedano gli studi di S. ROMANO, *Abuso del diritto (diritto attuale)*, in *Enc. Dir.*, I, Milano, 1958, 166; V. GIORGIANNI, *L'abuso del diritto nella teoria della norma giuridica*, Milano, 1963, P. RESCIGNO, *L'abuso del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, 205, mentre più di recente C. RESTIVO, *Contributo ad una teoria dell'abuso del diritto*, Milano, 2007 e A. GENTILI, *L'abuso del diritto come argomento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, 297 ss.

utilizzata come strumento difensivo, alternativo alla costituzione nel giudizio prefallimentare, in virtù dell'immediato, seppur temporaneo, effetto di congelamento della procedura concorsuale (sospesa sino all'esito di quella concordataria)<sup>10</sup>. Anche in tale ipotesi, in assenza dei presupposti per un valido programma di ristrutturazione del debito, il deposito della domanda prenotativa rappresentava, di fatto, un mero rinvio della dichiarazione di fallimento.

In tale contesto, alla luce della complessità e della disorganicità delle modifiche susseguitesi in materia di procedure concorsuali e crisi d'impresa, nel 2014 veniva istituita una commissione ministeriale per la modifica dell'intero *corpus* normativo della legge fallimentare, ormai ritenuto non più idoneo a far fronte a tutte le esigenze di tutela dei creditori e del mercato in generale<sup>11</sup>.

Tuttavia a distanza di solo un anno, il Governo, nel 2015, con la "consueta" tecnica della decretazione d'urgenza, introduceva nuove norme nel preesistente corpo normativo della legge del '42 così come modificata e integrata negli anni<sup>12</sup>. Appare evidente che siffatto

---

<sup>10</sup> Sul rapporto tra procedura concordataria e procedura concorsuale si veda D. TURRONI, *Il concorso a <<progressione asimmetrica>> tra concordato preventivo e istruttoria prefallimentare*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1, 2016, 265 ss.

<sup>11</sup> Nell'anno 2014 il Ministro della giustizia ha istituito una commissione ministeriale presieduta dal presidente di sezione della Corte di Cassazione R. Rordorf, con l'incarico di riformare l'attuale impianto della legge n. 267 del 1942 e successive modifiche e integrazioni. Tali lavori si sono conclusi con l'approvazione, da parte del Consiglio dei ministri, in data 10 febbraio 2016, del disegno di legge delega al Governo per la riforma delle procedure concorsuali. Successivamente, in data 11 marzo 2016, il disegno di legge è stato presentato alla Camera dei deputati dal Ministro della Giustizia Orlando, di concerto con il Ministro dello Sviluppo Economico Guidi. Nel Capo I, Disposizioni generali del disegno di legge, l'art. 1 rubricato "*Oggetto della delega al Governo e procedure per l'esercizio della stessa*", stabilisce al comma 1 che <<Il Governo è delegato ad adottare, entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, con l'osservanza dei principi e criteri direttivi di cui alla medesima legge, uno o più decreti legislativi per la riforma organica delle procedure concorsuali di cui al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e della disciplina sulla composizione delle crisi da sovraindebitamento di cui alla legge 27 gennaio 2012, n. 3, per il riordino dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza di cui al decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270, e delle misure urgenti per la ristrutturazione industriale di grandi imprese in stato di insolvenza di cui al decreto-legge 23 dicembre 2003, n. 347, convertito, con modificazioni, dalla legge 18 febbraio 2004, n. 39, nonché per la revisione del sistema dei privilegi e delle garanzie>>. Al comma 2, inoltre, si stabilisce che, nell'esercizio della delega, il Governo dovrà tener conto della normativa europea in materia di insolvenza (in particolare del Regolamento UE 2015/848 e della Raccomandazione della Commissione n.2014/135/UE), nonché dei principi della *model law* elaborati in materia di insolvenza dalla Commissione delle Nazioni Unite per il diritto commerciale internazionale (UNCITRAL). Con riguardo all'iter legislativo, il disegno di legge n. 3671, dopo lo stralcio dal progetto iniziale, avvenuto in data 18 maggio 2016, da cui ne è derivato l'atto n. 3671-*bis*, in data 1 febbraio 2017 è stato approvato dalla Camera e trasmesso al Senato della Repubblica (sulle misure previste dal provvedimento si veda *infra* la nota n. 19).

<sup>12</sup> Ci si riferisce al D.L. 27 giugno 2015, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla L. 6 agosto 2015 n. 132.

intervento d'urgenza in una materia disorganica e frammentata come quella fallimentare, in pendenza dei lavori della commissione ministeriale, aveva unicamente l'obiettivo di inserire misure correttive parziali, ben lontane dall'intervento di riforma organico che si attende da diverso tempo.

Con riguardo al merito delle modifiche, tra le varie misure, il decreto introduceva il principio di competitività, con il meccanismo delle vendite competitive (offerte concorrenti) in caso di cessione dell'azienda, di un ramo o dei singoli beni aziendali, nonché apriva alla possibilità per i creditori di formulare proposte di concordato concorrenti (tema, quest'ultimo, approfondito *infra* nel capitolo 3)<sup>13</sup>.

In aggiunta si prevedeva, all'art. 182-*quinquies* l. fall., la possibilità di accedere, anche nella fase del concordato preventivo con riserva, a finanziamenti prededucibili ai sensi dell'articolo 111, funzionali a urgenti necessità relative all'esercizio dell'attività aziendale<sup>14</sup>. Si introduceva, inoltre, l'obbligo, in capo al debitore, di specificare la migliore utilità e convenienza per i creditori della soluzione concordataria rispetto al fallimento, ai sensi dell'art. 161, co. 2, lett. e), l. fall.<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Con l'introduzione dell'art. 163 *bis* l. fall. si è stabilita l'obbligatorietà delle vendite dell'azienda o di uno o più rami d'azienda o di specifici beni mediante procedura competitiva. Il quinto comma del citato articolo estende la disciplina del procedimento competitivo, in quanto compatibile, anche agli atti da autorizzare ai sensi dell'articolo 161, settimo comma, nonché all'affitto di azienda o di uno o più rami di azienda. Per una esauriente analisi della disciplina relativa alle offerte concorrenti si veda G. DI CECCO, *Le offerte concorrenti e le cessioni*, in *La nuova mini-riforma della legge fallimentare*, M. SANDULLI – G. D'ATTORRE (a cura di), Torino, 2016, 153 ss. In relazione alle proposte concorrenti, invece, con l'introduzione del quinto comma dell'art. 163 l. fall., si è prevista la possibilità, a favore dei creditori titolari del 10% dei crediti, di presentare una proposta di concordato concorrente con quella del debitore, a condizione, però, che quest'ultima assicuri il pagamento inferiore al quaranta per cento dell'ammontare dei crediti chirografari o, nel caso di concordato con continuità aziendale di cui all'articolo 186-*bis* l. fall., inferiore al trenta per cento dell'ammontare dei crediti chirografari.

<sup>14</sup> L'art. 1 del D.L. 27 giugno 2015, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla L. 6 agosto 2015 n. 132 ha aggiunto all'art. 182-*quinquies* l. fall. il comma terzo, con il quale si stabilisce che il debitore che presenta una domanda di concordato in bianco può chiedere al tribunale di essere autorizzato in via d'urgenza a contrarre finanziamenti, prededucibili funzionali al concordato preventivo e caratterizzati dal carattere dell'urgenza relativa all'esercizio dell'attività d'impresa. Tuttavia il ricorso deve specificare sia la destinazione di tali finanziamenti (che il debitore non è in grado di reperire altrimenti) sia che, in assenza di tali finanziamenti, deriverebbe un pregiudizio imminente ed irreparabile all'azienda. Il tribunale, assunte sommarie informazioni sul piano e sulla proposta in corso di elaborazione, sentito il commissario giudiziale se nominato, e, se del caso, sentiti senza formalità i principali creditori, decide in camera di consiglio con decreto motivato, entro dieci giorni dal deposito dell'istanza di autorizzazione. La norma prevede che la richiesta può avere ad oggetto anche il mantenimento di linee di credito autoliquidanti in essere al momento del deposito della domanda.

<sup>15</sup> Con l'integrazione del comma 2, lett. e) dell'art. 161 l. fall. si è stabilito che il piano debba contenere la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta e in ogni caso, la proposta deve

Nell'alveo di tale intervento riformatore, appaiono di grande rilievo le ulteriori due modifiche apportate agli artt. 160 e 178 l. fall.

Con riguardo alla prima, il legislatore reintroduceva la soglia minima di pagamento dei creditori chirografari nei concordati preventivi con finalità liquidatoria, stabilendo una misura minima di pagamento pari al 20% del crediti di natura chirografaria<sup>16</sup>.

In relazione alla seconda modifica, invece, veniva abolita la regola del silenzio assenso nel concordato preventivo, lasciando impregiudicata la possibilità, a favore dei creditori che non avessero esercitato il voto, di esprimerlo mediante telegramma, lettera, telefax o per posta elettronica nei venti giorni successivi alla chiusura del verbale<sup>17</sup>.

Appare evidente che siffatte modifiche rappresentano un irrigidimento del precedente impianto, con chiara finalità deflattiva del ricorso al concordato preventivo o quantomeno con l'obiettivo di ridurre l'utilizzo abusivo e distorto a cui si è assistito negli ultimi anni. Con tali misure correttive, infatti, si è voluto rendere possibile l'accesso al concordato preventivo, solo nei casi in cui tale strumento di gestione della crisi risulti effettivamente una soluzione più conveniente per i creditori, rispetto all'alternativa procedura fallimentare. Pertanto, su tale onda riformatrice, si è assistito ad una certa ridimensione del concetto di autonomia che aveva ispirato la riforma del 2005/2006.

Tuttavia i diversi interventi correttivi approntati nel tempo hanno portato ad un *corpus* normativo sulla disciplina della crisi di impresa spesso disorganico, frammentato e redatto in maniera approssimativa, a causa dei tempi stretti legati alla decretazione legislativa d'urgenza<sup>18</sup>. Pertanto la materia dell'insolvenza e delle procedure concorsuali rimarrà in

---

indicare l'utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile che il proponente si obbliga ad assicurare a ciascun creditore.

<sup>16</sup> Il quarto comma dell'articolo 160 l. fall. è stato aggiunto dall'art. 4 del D.L. 27 giugno 2015, n. 83 in sede di conversione nella L. 6 agosto 2015 n. 132 e stabilisce che *"In ogni caso la proposta di concordato deve assicurare il pagamento di almeno il venti per cento dell'ammontare dei crediti chirografari. La disposizione di cui al presente comma non si applica al concordato con continuità aziendale di cui all'articolo 186-bis"*.

<sup>17</sup> Il quarto comma dell'articolo 178 l. fall. è stato sostituito dall'art. 4, comma 1, del D.L. 27 giugno 2015, n. 83 in sede di conversione nella L. 6 agosto 2015 n. 132. Come per tutte le modifiche introdotte con il D.L. n. 83 del 2015, si applica ai procedimenti di concordato preventivo introdotti successivamente al 21 agosto 2015, data di entrata in vigore della citata legge di conversione. Tuttavia l'abolizione riguarda solo il concordato preventivo e pertanto la regola del silenzio assenso rimane valida per il concordato fallimentare.

<sup>18</sup> Nello stesso senso anche F. DI MARZIO, *Le soluzioni concordate della crisi d'impresa*, in *Le nuove procedure concorsuali*, S. AMBROSINI (a cura di), Bologna, 2008, 482 e ss., il quale ritiene che le innovazioni apportate alla legge fallimentare presentano <<profili di incompiutezza e anche di approssimazione>>. Più di recente, anche il Disegno di legge n. 3671 (*infra* nota 20) parla di approssimazione nella redazione delle norme di legge.

questa situazione di “precarietà”, quantomeno interpretativa, almeno sino al completamento dall’attuale *iter* di riforma a cui è soggetta la legge fallimentare, che, come detto, intenderebbe ridisegnare l’intero impianto, secondo le attuali esigenze del mercato, alla luce dell’evoluzione del sistema economico.

Con riguardo a tale processo, in data 1 febbraio 2017 la Camera dei deputati ha approvato il disegno di legge delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi d’impresa e dell’insolvenza n. 3671-*bis*, redatto sulla base delle proposte di riordino e di riforma delle procedure concorsuali elaborate dalla sopra citata Commissione Rordorf<sup>19</sup>.

Tale disegno di legge ha l’obiettivo di porre ordine alla confusa disciplina fallimentare – come già rilevato, modificata ripetutamente negli ultimi dieci anni con interventi isolati che hanno portato ad “innesti” normativi su un impianto di legge ormai risalente a un tempo passato, con la conseguente creazione di un quadro disgregato- riformando in maniera sistematica e organica la materia concorsuale, attraverso quello che dovrebbe rappresentare il nuovo Testo unico dell’insolvenza, che dovrebbe <<*riconduurre a linearità un sistema divenuto nel tempo troppo farraginoso*>>, mediante l’identificazione di un quadro normativo nel quale siano ben identificati e definiti i principi giuridici comuni e le nozioni fondamentali in materia di insolvenza<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Il progetto di riforma prevede numerose novità tra le quali: la figura del giudice specializzato, competente per la gestione delle procedure concorsuali; modifiche agli accordi di ristrutturazione *ex art. 182-bis l. fall.*; la disciplina sulla crisi di gruppo; le procedure di allerta e di composizione assistita della crisi; la liquidazione giudiziale chiamata a prendere il posto dell’attuale procedura di fallimento; revisioni alla procedura di sovraindebitamento; la *reductio ad unum* della fase iniziale delle varie procedure esistenti, con la creazione di un unico procedimento di accertamento giudiziale della crisi e dell’insolvenza. Si introducono, inoltre, modifiche all’istituto del concordato preventivo, che esprimono maggior favore su quello con continuazione dell’attività aziendale, nonché si ipotizza l’eliminazione o la riduzione della soglia del 60% dei crediti previsti per l’accordo *ex art. 182-bis l. fall.*, a patto che sia attestata l’idoneità dell’accordo alla soddisfazione integrale e tempestiva dei creditori estranei alla trattativa.

<sup>20</sup> Sul punto si veda la premessa generale al Disegno di legge n. 3671, presentato alla Camera dei deputati in data 11 marzo 2016, dal Ministro della Giustizia di concerto con il Ministro dello Sviluppo Economico, laddove si precisa l’esigenza ormai indifferibile di addivenire a una riforma organica dell’intera materia dell’insolvenza e delle procedure concorsuali ad essa relative. Più in particolare, a tal riguardo, si rileva non solo che anche solo dal punto di vista dell’immagine, appare assai singolare che la normativa di base sia ancora costituita dal regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 (cosiddetta legge fallimentare), quando quasi tutti gli altri Stati dell’Unione europea si sono dotati di normative più recenti, ma anche che le numerose modifiche normative succedutesi negli ultimi tempi <<*per certi versi hanno persino accentuato lo scarto tra le disposizioni riformate e quelle rimaste invariate, che ancora risentono di un’impostazione nata in un contesto temporale e politico ben lontano dall’attuale*>>, generando <<*rilevanti difficoltà applicative non solo per un certo grado di approssimazione nella formulazione tecnica delle norme, inevitabile quando si legifera sotto la spinta dell’urgenza, ma anche – e forse soprattutto – perché il continuo mutamento del dato normativo rende*



Tra le modifiche indicate nel disegno di legge e relative al concordato preventivo, si prevede l'enfaticizzazione della tipologia che prevede la continuità aziendale. La preferenza e il favore espresso sul concordato in continuità, infatti, si basa sull'assunto che in tale ipotesi, almeno sul piano teorico, è possibile prefigurare o quantomeno sperare in una migliore soddisfazione dei creditori, grazie alla prosecuzione (in maniera diretta o indiretta) dell'attività aziendale. In tale quadro il ruolo della fattispecie liquidatoria verrebbe "emarginata", poiché verrebbe ammessa solo qualora fosse previsto un apporto aggiuntivo di risorse esterne al patrimonio dell'impresa in crisi, con conseguente aumento dell'attivo societario disponibile e a beneficio dei creditori. Ipotesi, quest'ultima, che giustificerebbe un percorso alternativo a quello fallimentare<sup>21</sup>.

Tale approccio si basa su quanto verificato nell'esperienza dei concordati con cessione dei beni, che, in assenza di apporti di finanza esterna, raramente hanno rappresentato una soluzione davvero più vantaggiosa rispetto al fallimento. Nello specifico le soluzioni liquidatorie verrebbero assorbite nella nuova e diversa procedura, denominata "liquidazione giudiziale", che dovrebbe prendere il posto dell'attuale procedura di fallimento<sup>22</sup>.

Entrando più nel merito, tra le innovazioni enunciate nel disegno di legge, si prevede la possibilità per i terzi di promuovere il procedimento di concordato preventivo nei confronti del debitore, ma solo in presenza di una situazione di insolvenza (tuttavia la maggioranza dei casi) e non anche di crisi.

Un'ulteriore misura prevede la possibilità di far precedere l'accesso al concordato preventivo dallo svolgimento di una procedura non giudiziale di allerta e di composizione assistita della crisi, finalizzate ad anticipare l'emersione dello stato di difficoltà economica finanziaria in cui versa l'impresa, nonché ad agevolare lo svolgimento di trattative tra debitore e creditori, per consentire alle imprese sane, ma in difficoltà finanziaria, di ristrutturarsi in una fase

---

*problematico il formarsi di indirizzi giurisprudenziali consolidati e stabili, accentuando l'incertezza del diritto, favorendo il moltiplicarsi delle controversie e, in definitiva, rallentando il corso delle procedure concorsuali>>.*

<sup>21</sup> Sui rischi derivanti dall'attribuzione al giudice di un potere di giudizio sulla congruità delle risorse aggiuntive, idoneo a erodere lo spazio di giudizio riconosciuto ai creditori in relazione alla convenienza economica del concordato, si veda A. JORIO, *La parabola del concordato preventivo: dieci anni di riforme e controriforme*, in *Giur. comm.*, 1, 2016, 20.

<sup>22</sup> Si intende eliminare il termine fallimento poiché foriero di grave discredito e disvalore sociale che mal si concilia con tutti i casi in cui l'imprenditore è stato sfortunato nel condurre la propria attività d'impresa, ipotesi ricorrenti soprattutto in un contesto di crisi quale quello attuale.

precoce, ossia in un momento in cui è ancora possibile evitare l'insolvenza e proseguire l'attività.

In aggiunta il progetto di riforma intende colmare la lacuna relativa alla mancata disciplina del fenomeno della crisi e dell'insolvenza dei gruppi di imprese, anche alla luce degli stimoli derivanti dalla normativa dell'Unione europea, prevedendo la facoltà per le imprese del gruppo di proporre, con un unico ricorso, la domanda di omologazione di un accordo unitario di ristrutturazione dei debiti, o di ammissione al concordato preventivo, o di liquidazione giudiziale, ferma restando in ogni caso l'autonomia delle rispettive masse attive e passive, ai fini della gestione unitaria delle rispettive procedure concorsuali<sup>23</sup>.

Inoltre appare opportuno sottolineare i dubbi evidenziati in relazione alla reale utilità della figura del professionista indipendente, nominato dallo stesso debitore, alla luce dell'esperienza maturata nell'ultimo decennio, che sembrerebbe suggerire delle modifiche in un'ottica di risparmio in termini di tempo e costi per l'impresa<sup>24</sup>. A tal riguardo, pertanto, il Disegno di legge rimette alla volontà del futuro legislatore delegato la possibilità di rivedere l'attuale sistema di accertamento della veridicità dei dati aziendali e di attestazione della fattibilità del piano concordatario, nonché di definire in maniera chiara il contenuto dei poteri del tribunale, con particolare riguardo proprio alla valutazione della fattibilità del piano, attribuendo, in ogni caso, al giudice il potere di verificare, sin dalla fase di ammissione alla procedura, la realizzabilità economica dello stesso<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> In relazione alla normativa dell'Unione europea si veda il Regolamento UE 2015/848 sull'insolvenza transfrontaliera che, prendendo in considerazione l'esigenza di garantire il coordinamento delle procedure di insolvenza delle società facenti parte di un gruppo di società e di consentire una ristrutturazione coordinata, dedica l'intero capo V alle procedure di insolvenza delle società facenti parte di un gruppo di società.

<sup>24</sup> Sul punto, nella premessa generale al citato Disegno di legge n. 3671 si sottolinea che spesso le attestazioni del professionista sono quasi sempre destinate a successiva revisione a opera del commissario giudiziale, con il concreto rischio di una sostanziale duplicazione di attività, di conseguente spreco di tempo e di aumento finale dei costi prevedibili per l'impresa.

<sup>25</sup> Per fini di completezza di seguito si elencano le ulteriori modifiche previste dal Disegno di legge delega, relative al concordato preventivo: a) la suddivisione obbligatoria dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei; b) la revisione della disciplina delle misure protettive concernenti i beni appartenenti al debitore o comunque afferenti all'impresa da lui gestita, con particolare riguardo alla loro durata e ai relativi effetti, prevedendone la revocabilità, su ricorso degli interessati, ove non arrechino beneficio al buon esito della procedura; c) la determinazione dell'entità massima dei compensi spettanti ai professionisti incaricati dal debitore, da commisurarsi proporzionalmente all'attivo dell'impresa soggetta alla procedura; d) la soppressione dell'adunanza dei creditori, con la previsione che le relative attività siano svolte in via telematica, nel rispetto del principio del contraddittorio, favorendo la partecipazione e la responsabilizzazione dei creditori; e) l'adozione di un sistema di calcolo delle maggioranze anche "per teste", nell'ipotesi in cui un solo creditore sia titolare di crediti pari o superiori alla maggioranza di quelli ammessi al voto, disciplinando

Tuttavia, come sopra descritto, il processo di modellamento del *corpus* normativo della legge fallimentare e in particolare della parte dedicata agli strumenti di gestione della crisi, è ancora in atto e pertanto l'istituto del concordato preventivo è destinato a subire ulteriori modifiche e trasformazioni.

A conferma del continuo processo di revisione della materia, da ultimo, si richiamano le recenti modifiche alla legge fallimentare introdotte con il decreto legge 30 maggio 2016 n. 59, convertito con modificazioni nella legge 30 giugno 2016 n. 119, che hanno riguardato anche il concordato preventivo. Più nello specifico è stato introdotto un registro elettronico (da istituire presso il Ministero della giustizia) per fornire informazioni sulle procedure di espropriazione forzata immobiliari, di insolvenza e degli strumenti di gestione della crisi, nonché sono state apportate modifiche agli artt. 163 e 175 l. fall., consentendo che l'adunanza dei creditori venga svolta in via telematica, con modalità idonee a salvaguardare il contraddittorio e l'effettiva partecipazione dei creditori e con discussione sulla proposta del debitore e sulle eventuali proposte concorrenti, disciplinata con decreto del giudice delegato, reso almeno dieci giorni prima dell'adunanza e non soggetto a reclamo.

## **2. L'autonomia del debitore nella “costruzione” del programma di ristrutturazione**

L'attuale normativa fallimentare consente all'imprenditore in crisi di evitare il proprio fallimento mediante il ricorso allo strumento del concordato preventivo, con possibilità di

---

le situazioni di conflitto d'interesse, anche in caso di proposte presentate da terzi; f) la regolazione del diritto di voto dei creditori con diritto di prelazione il cui pagamento sia dilazionato, nonché dei creditori soddisfatti con utilità diverse dal denaro; g) l'integrazione della disciplina dei provvedimenti che riguardano i rapporti pendenti, con particolare riferimento: ai presupposti della loro sospensione e, dopo la presentazione del piano, anche dello scioglimento; h) al procedimento e al ruolo del commissario giudiziale; i) agli effetti dei provvedimenti, in relazione agli esiti possibili della procedura, nonché alla loro decorrenza e durata nell'ipotesi di sospensione; l) alla competenza per la determinazione dell'indennizzo in favore del terzo ed ai relativi criteri di quantificazione; m) una più dettagliata disciplina della fase di esecuzione del piano, anche con riguardo agli effetti purgativi ed alla deroga alla solidarietà passiva di cui all'articolo 2560 del codice civile, con possibilità per il tribunale di affidare eventualmente ad un terzo il compito di porre in essere gli atti necessari all'attuazione della proposta concordataria e con previsione delle modalità di cessazione del controllo giudiziale; n) il riordino della disciplina della revoca, dell'annullamento e della risoluzione del concordato preventivo, prevedendo i casi di esdebitazione del debitore in ipotesi di inadempimento del terzo, nonché la legittimazione del commissario giudiziale a chiedere la risoluzione del concordato in ipotesi di sopravvenuta impossibilità di esecuzione del piano; o) il riordino e la semplificazione delle varie tipologie di finanziamento alle imprese in crisi, riconoscendo stabilità alla prededuzione nel caso di successiva liquidazione giudiziale o amministrazione straordinaria, salvi i casi di frode; p) la disciplina del trattamento del credito da imposta sul valore aggiunto nel concordato preventivo privo di transazione fiscale, tenendo conto anche delle pronunce della Corte di Giustizia U.E.

scelta tra due tipologie: risanamento con continuità dell'impresa o liquidatorio con cessazione dell'attività, seppur l'evoluzione normativa appare maggiormente orientata verso la promozione del primo tipo<sup>26</sup>. Tale valutazione è lasciata al debitore, al quale viene riconosciuto un ampio potere di definizione del contenuto del piano e della proposta concordatari.

A tal riguardo è ormai opinione condivisa, tanto tra gli studiosi quanto tra i pratici del diritto, che il concordato preventivo e in generale gli strumenti negoziali di gestione della crisi rappresentino - ove oculatamente utilizzati senza intenti di abuso in danno dei creditori- i rimedi più efficaci, per risolvere positivamente la crisi d'impresa e finanche per recuperare le potenzialità aziendali ancora esistenti in situazioni di crisi non irreversibile<sup>27</sup>. In tale ottica il Legislatore sembra voler concedere massima libertà nella scelta degli strumenti da utilizzare per la gestione della crisi, in una prospettiva di enfattizzazione dell'autonomia privata, con conseguente riduzione del ruolo del tribunale<sup>28</sup>.

Tale approccio viene confermato dalla lettera dell'art. 160 l. fall. che, in tema di concordato preventivo, riconosce al debitore un'ampia autonomia nella individuazione delle soluzioni per il superamento della crisi, con un unico limite, sostanzialmente rappresentato dalla meritevolezza della proposta fatta ai creditori, intesa come modello negoziale diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento giuridico, sulla base del principio di cui all'art. 1322 c.c.<sup>29</sup>

---

<sup>26</sup> Con riguardo alla finalità liquidatoria o conservativa dello strumento, la dottrina ha affermato che la scelta non appare ricollegabile al tipo di crisi o alla sua gravità, poiché anche lo stato di insolvenza può essere compatibile con lo scopo di risanamento dell'impresa. In tal senso si veda G. CAVALLI, *La dichiarazione di fallimento: presupposti e procedimento*, in *La riforma della legge fallimentare- Profili della nuova disciplina*, S. AMBROSINI (a cura di), Bologna, 2006, 32. Tuttavia sul punto si rileva che se su un piano teorico la particolare situazione di crisi dell'imprenditore non produce un effetto preclusivo sul tipo di soluzione che si intende adottare, tuttavia, sul piano pratico, l'esistenza di un grave stato di crisi con ingenti perdite pluriennali, evidenti indizi di un *business model* non performante, spesso suggerisce la scelta del modello puramente liquidatorio, salve le ipotesi in cui l'imprenditore intenda ripartire con una idea di business differente.

<sup>27</sup> In tal senso si esprime la Commissione ministeriale per la riforma della disciplina delle procedure concorsuali, presieduta da R. Rordorf, nella relazione allo schema di legge delega per la riforma delle procedure concorsuali, alla pagina 16. L'intero documento è possibile consultarlo su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>28</sup> Sulla progressiva erosione dei poteri di intervento del Tribunale a favore del potere di regolazione negoziale da parte dell'imprenditore in crisi si veda S. PACCHI, *Il nuovo concordato preventivo*, Milano, 2005, 16.

<sup>29</sup> Sul punto si veda G. RACUGNO, *Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione e transazione fiscale. Profili di diritto sostanziale*, in *Trattato di Diritto Fallimentare*, diretto da V. BUONOCORE- A. BASSI, I, Padova, 2010, 490. Più in generale, sul giudizio di meritevolezza ex art. 1322 c.c., si veda F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, 2007, 816 e ss.

Entrando più nel merito, la legge fallimentare prevede che il soggetto legittimato a proporre ai creditori un concordato preventivo è l'imprenditore commerciale (presupposto soggettivo) che si trova in uno stato di crisi o di insolvenza (presupposto oggettivo)<sup>30</sup>. Tralasciando gli ormai noti contenuti dei citati due presupposti di accesso alla procedura, appare opportuno rilevare che la gestione della crisi mediante il ricorso al concordato preventivo presuppone la redazione di un documento che definisca le modalità di regolazione della debitoria denominato "piano", con il quale l'imprenditore in crisi descrive le operazioni giuridico-economiche, strumentali alla ristrutturazione dei debiti e alla soddisfazione dei creditori<sup>31</sup>. Analizzando la disciplina fallimentare e in particolare l'art. 160, co. 2, l. fall. risulta evidente che la mancata introduzione di regole stringenti nella definizione del contenuto di siffatto documento, confermano l'ampia libertà riconosciuta al debitore. Infatti la lettera della norma prevede che la ristrutturazione dei debiti possa avvenire "in qualsiasi forma", anche mediante operazioni di cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito<sup>32</sup>. Pertanto il piano e la proposta concordatari possono prevedere ampie e diversificate soluzioni di ristrutturazione del debito, ossia comprendere non solo atti estintivi-liquidatori, ma anche operazioni di *datio in solutum* con adempimento mediante strumenti sostitutivi del denaro, quali azioni, obbligazioni, anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito.

---

<sup>30</sup> Per una analisi sul presupposto soggettivo e oggettivo A. AUDINO, *Commento sub. Art. 160 l. fall., Commentario breve alla legge fallimentare*, A. MAFFEI ALBERTI (diretto da), Padova, 2013, 1050 ss. Con riguardo allo stato di crisi si precisa che, a seguito dell'introduzione del secondo comma dell'art. 160, l. fall. (comma aggiunto dall'art. 36, D.L. 30 dicembre 2005, n. 273, conv. in L. 23 febbraio 2006, n. 51), i dubbi interpretativi sul significato da attribuire allo stato di crisi si devono ritenere ormai superati. Tuttavia, in passato la giurisprudenza di merito ha precisato che lo stato di crisi non esclude l'insolvenza e comprende altresì anche situazioni di difficoltà o di squilibrio economico non ancora sfociate nel dissesto (tra le tante si veda Trib. Pescara, 13 ottobre 2005, in *Fallimento*, 2005, 98). Nello stesso senso Trib. Monza, 8 luglio 2005, *inedita*, afferma che lo stato di crisi comprende, secondo un rapporto di *genus a species*, sia lo stato di insolvenza sia situazioni di squilibrio economico o di difficoltà finanziaria non ancora sfociate nell'insolvenza.

<sup>31</sup> Per un quadro completo in tema di finalità, natura e presupposti del concordato preventivo si veda E. FRASCAROLI SANTI, *Il concordato preventivo*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza. Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, P. CENDON (a cura di), Torino, 2014, 515 e ss.

<sup>32</sup> A tal riguardo la dottrina ha riconosciuto che l'ampiezza delle operazioni adottabili consentono al debitore una "fantasia di ristrutturazione", che permetterebbe altresì l'adozione di ulteriori soluzioni oltre a quelle specificamente indicate dal secondo comma dell'art. 160 l. fall., poiché le fattispecie ivi indicate non rappresenterebbero un numero chiuso. In tal senso si veda M. SANDULLI, *cit.*, 985.

Inoltre l'art. 161, co. 2, lett e), l. fall., si limita a stabilire che il debitore deve presentare con il ricorso un piano che deve contenere la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta, senza però indicare in maniera specifica quali debbano essere i contenuti minimi in termini sia qualitativi, sia temporali. Appare evidente, pertanto, che la disciplina dettata dal Legislatore intende slegarsi dalle forme tipiche di soddisfazione dei creditori, previste dalla previgente disciplina in tema di concordato preventivo, per riconoscere al debitore un'ampia libertà e autonomia nella scelta delle soluzioni finalizzate alla gestione e al superamento della crisi<sup>33</sup>.

Ne consegue che, come anticipato, con il nuovo impianto normativo si è inteso estendere le opportunità di auto-regolazione della crisi, mettendo a disposizione dell'imprenditore un istituto idoneo ad evitare il fallimento, nonché a perseguire l'obiettivo del soddisfacimento dei creditori, mediante un percorso tipicamente liquidatorio, oppure di risanamento dell'attività di impresa, entrambi comunque diretti alla soddisfazione dei crediti e al conseguente essenziale scopo dell'esdebitazione.

Sul punto la dottrina ha rilevato che a partire dalla riforma del 2005 si è inteso dare risalto agli strumenti di regolazione della crisi di carattere negoziale e in particolare al concordato preventivo, con l'effetto di ridurre lo spazio di intervento dell'autorità giudiziaria, alla quale rimane prevalentemente una funzione di garanzia sul rispetto delle regole giuridiche imposte dalla disciplina legale<sup>34</sup>. In altri termini si è assistito ad un processo di valorizzazione dell'autonomia privata, con la finalità di permettere agli imprenditori di gestire il proprio stato di difficoltà economica e finanziaria attraverso il ricorso ad uno strumento dalla duplice natura, in parte pattizia e privatistica, in relazione all'ampiezza dei contenuti che possono essere definiti dal debitore, in parte giurisdizionale, in virtù del percorso processuale a cui è soggetto l'istituto<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Il ventaglio di soluzioni che possono essere previste nel piano, elencate nel comma secondo, dell'art. 160 l. fall., sono state introdotte solo con il D.L. 14 marzo 2005, n. 35, convertito con modificazioni dalla L. 14 maggio 2005, n. 80.

<sup>34</sup> In tal senso si veda, tra i tanti, S. PACCHI, *Il nuovo concordato preventivo*, cit., 61 ss.

<sup>35</sup> Con riguardo alla natura giuridica del concordato preventivo la dottrina è divisa tra chi attribuisce all'istituto natura prevalentemente contrattualistica (tra i diversi autori si veda, S. BONFATTI- P.F. CENSONI, *La riforma della disciplina dell'azione revocatoria fallimentare del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione*, Padova, 2006, 176, nonché S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, cit., 2 ss.) e chi invece riconosce più una natura giurisdizionale (in tal senso si veda D. GALLETTI, *Commento all'art. 160 l. fall.*, cit., 2269 ss.). Per una rassegna delle varie tesi si veda A. JORIO,

Tuttavia, come descritto nel precedente paragrafo, con gli ultimi interventi normativi sono state introdotte misure correttive che invertirebbero la recente tendenza, riducendo l'ampia autonomia riconosciuta al debitore.

### **3. Soluzioni negoziali concrete, limiti e contenuto del piano**

Come rilevato lo strumento del concordato preventivo garantisce ampia autonomia al debitore che intende gestire e superare la propria situazione di crisi. A tal riguardo l'art. 160 l. fall. stabilisce che il piano di ristrutturazione posto alla base dello strumento concordatario può prevedere *“la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti...in qualsiasi forma”*. In altri termini il Legislatore riconosce in capo al debitore la più ampia libertà contenutistica nella redazione del piano, ossia del documento attraverso il quale l'imprenditore in crisi descrive il programma di ristrutturazione che intende realizzare per superare la situazione di difficoltà in cui versa l'impresa. Pertanto l'autonomia che viene concessa al debitore è tale da porlo nella condizione di definire in maniera autonoma, su un preliminare piano negoziale, i modelli e le soluzioni attraverso le quali gestire la crisi e raggiungere l'obiettivo della ristrutturazione del debito.

Tale autonomia deve intendersi non solo come facoltà di scegliere e combinare tra loro le soluzioni elencate nell'art. 160, co. 2, lett. a), b), c), d), l. fall., ma anche come possibilità di individuare e adottare modelli negoziali di risoluzione della crisi alternativi e atipici<sup>36</sup>. Le soluzioni opzionali elencate dal citato art. 160 l. fall evidenziano gli ampi spazi di autonomia per il debitore. Più in particolare le lettere a) e b) prevedono un elenco non tassativo degli strumenti che possono comporre il piano concordatario, a disposizione della scelta discrezionale del debitore. La lettera c), invece, prevede la facoltà di organizzare e dividere i creditori in classi, secondo posizioni giuridiche ed economiche omogenee, con conseguente

---

*Le crisi d'impresa*, in *Trattato di Diritto Privato*, G. IUDICA e P. ZATTI (a cura di), Milano, 2000, 716 ss. Tuttavia la tesi che sembra maggiormente aderire all'attuale conformazione dell'istituto appare essere quella espressa dalla dottrina che riconosce al concordato preventivo una duplice natura. In tal senso, tra i diversi autori, si veda P. PAJARDI- A. PALUCHOWSKY, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008, 811, nonché A. NIGRO, D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali*, cit., 348, nonché in maniera sostanzialmente conforme anche G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, Milano, 2011, 145 ss.

<sup>36</sup> In tal senso si esprime C. ESPOSITO, *Il piano del concordato preventivo tra autonomia privata e limiti legali*, cit., 543 e ss., secondo il quale la fantasia economico-finanziaria del proponente può assumere qualsiasi forma, sino a spingersi ad adottare proposte con contenuto atipico, che prevedano operazioni non indicate nell'art. 160 l. fall.

possibilità di trattamento differenziato in termini di soddisfacimento percentuale e tempistiche di adempimento.

Allo stesso modo l'ampia libertà riconosciuta al debitore risulta ulteriormente confermata dall'art. 160, co. 2, l. fall., laddove si prevede la possibilità di soddisfare in maniera non integrale i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca. A tal riguardo, se da un canto la regola generale da cui partire nella redazione del piano concordatario dovrebbe prevedere la soddisfazione di tutti i creditori privilegiati in una percentuale pari al 100% del credito maturato, d'altro canto, ai sensi dell'art. 160, co. 2, l. fall., in un'ottica di gestione "elastica" della crisi e in linea con il reale e concreto valore di mercato dei beni e dei diritti sui quali insiste la causa legittima di prelazione, la legge fallimentare contempla la possibilità di soddisfare siffatti crediti in maniera falcidiata, purché la loro soddisfazione non sia inferiore a quella realizzabile in ragione della collocazione preferenziale sul ricavato, in caso di liquidazione in ambito fallimentare.

Tuttavia gli ampi confini entro i quali il debitore può muoversi nella costruzione del programma di ristrutturazione da proporre ai creditori incontrano alcuni inevitabili e fisiologici limiti contenutistici imposti dal sistema.

A tal riguardo si pensi alla necessità di prevedere alla gestione dell'eventuale debito erariale o previdenziale, ove esistente (tema approfondito *infra* al capitolo IV par. 2.1.). In tale ipotesi, pertanto, il piano dovrà contemplare in maniera espressa il programma di gestione di tale debito, ad esempio con il ricorso all'accordo fiscale ai sensi del novellato art. 182-*ter* l. fall.<sup>37</sup>, o mediante il raggiungimento o la prosecuzione di un accordo negoziato con gli uffici delle Agenzie fiscali e con gli enti gestori di forme di previdenza e assistenza competenti (spesso rappresentato da una rateizzazione del debito). Inoltre, in caso di debito fiscale e/o previdenziale, l'autonomia concessa al debitore incontrerà ulteriori limiti nel contenuto dell'accordo proposto, poiché qualora il credito tributario o contributivo fosse assistito da privilegio non potrà essere trattato in maniera deteriore o meno vantaggiosa (in termini di percentuali di soddisfacimento, tempi e garanzie) rispetto a quanto offerto ad altri creditori con un grado di privilegio inferiore o a quelli che hanno una posizione giuridica e

---

<sup>37</sup> Il riferimento è alla recente L. 11 dicembre 2016, n. 232, entrata in vigore dal 1 gennaio 2017, che ha introdotto modifiche all'articolo 182-*ter* l. fall.



interessi economici omogenei a quelli dell'agenzia delle entrate e degli enti gestori di forme di previdenza e assistenza obbligatorie. Allo stesso modo la medesima regola dovrà essere rispettata nelle ipotesi in cui il credito tributario o contributivo sia di natura chirografaria, dunque con divieto di trattamento inferiore a quello previsto per gli altri creditori chirografari, oppure, nel caso di divisione in classi, dei creditori rispetto ai quali è previsto un trattamento più favorevole. Inoltre, l'assenza del termine "soddisfazione" nella lettera dell'art. 182-ter l. fall., diversamente da quanto previsto dall'art. 160 l. fall., condurrebbe a ritenere che l'unica modalità di soddisfazione di tali crediti debba essere rappresentata dal pagamento in moneta (anche dilazionato o falcidiato)<sup>38</sup>.

Sempre sul tema dei limiti, un ulteriore limite nella costruzione del piano e della proposta concordatari è rappresentato dalla divisione dei creditori in classi, nel rispetto dei due criteri di formazione rappresentati dalla omogeneità della posizione giuridica e degli interessi economici.

Allo stesso modo, con la recente riforma del 2015, è stato reintrodotta il limite percentuale di soddisfazione minima dei creditori chirografari nelle ipotesi di concordato preventivo liquidatorio, stabilito nella misura del venti per cento<sup>39</sup>.

In aggiunta, si rileva che altri limiti all'autonomia del debitore nella costruzione del piano sono identificabili nelle pronunzie fornite dalla giurisprudenza, con le quali, mediante un attività interpretativa del dettato normativo, si sono stabiliti regole e restrizioni non codificati. Proprio in relazione alla percentuale minima di soddisfazione introdotta dall'art. 160, co. 4, l. fall., di recente il tribunale di Milano ha sostenuto che il termine "pagamento", contenuto nel quarto comma del citato articolo, introdotto dal decreto legge n. 83/2015, comporta in capo al debitore l'obbligo di effettuare il pagamento monetario dell'importo del venti per cento del complessivo ammontare dei crediti chirografari, non essendo consentita la loro soddisfazione in altro modo, se non per quanto riguarda la eventuale eccedenza rispetto a detta percentuale che il debitore è libero di offrire. Secondo i giudici meneghini,

---

<sup>38</sup> Sul punto si veda C. ESPOSITO, *Il piano del concordato preventivo tra autonomia privata e limiti legali*, cit., 550.

<sup>39</sup> Il riferimento è alla riforma del diritto fallimentare introdotta con D.L. 27 giugno 2015, n. 83, convertito con modificazioni dalla L. 6 agosto 2015 n. 132, che ha introdotto nel concordato liquidatorio, con l'art. 160, comma IV, l. fall. la citata soglia minima di pagamento dei creditori chirografari pari al 20%.

infatti, deporrebbe a favore di questa interpretazione il tenore letterale della disposizione, poiché il termine "pagamento" ha un suo significato chiaro che deve essere ricondotto senza tentennamenti al denaro<sup>40</sup>.

Su tale scia interpretativa, un ulteriore limite alla libertà del debitore potrebbe essere costituito dalla durata del programma di ristrutturazione, ulteriore elemento che il debitore deve tenere in debita considerazione nella redazione del contenuto del percorso di ristrutturazione.

Infatti, come rilevato dalla Cassazione, se la causa del concordato è rappresentata dal rapporto sinallagmatico tra soddisfacimento dei creditori (sia pure ipoteticamente modesto e parziale) e risoluzione della crisi con esdebitazione dell'imprenditore, tuttavia un'eccessiva dilazione dei pagamenti esporrebbe integralmente i creditori all'alea legata alla riuscita del piano (soprattutto in caso di prosecuzione dell'attività d'impresa), senza assicurare agli stessi alcun pagamento intermedio. Pertanto lo spostamento dei pagamenti in un periodo molto lontano creerebbe delle incertezze sulla reale possibilità di essere soddisfatti, con ripercussioni anche sulla "fattibilità concreta" del piano<sup>41</sup>. Infatti, in tale ipotesi, il giudice chiamato a valutare l'ammissibilità del concordato avrebbe enormi difficoltà nell'esprimere un giudizio sul programma di ristrutturazione, ossia a effettuare quel controllo (di merito) sulla idoneità degli atti, intesa come conformità alla causa concreta del concordato, con riferimento alla astratta capacità della proposta (e del piano) di assolvere la sua funzione di regolazione della crisi di impresa. In altri termini i giudici, nella valutazione della fattibilità giuridica del piano, non potrebbero ricorrere a elaborazioni prognostiche, fondate su criteri generalmente riconosciuti come attendibili, poiché l'eccessiva durata del piano comporterebbe che la sua realizzazione non solo dipenderebbe dal verificarsi di numerose circostanze e contingenze favorevoli che non è possibile prevedere in maniera concreta in anticipo, bensì durante tutta la sua lunga durata dovrebbe rimanere immune da tutti quei

---

<sup>40</sup> Trib. Milano, 7 aprile 2016, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo il quale <<depone in favore di questa interpretazione il chiaro e per nulla ambiguo tenore letterale della disposizione, giacché il termine "pagamento" ha un suo significato tecnico preciso, in alcun modo equivalente al concetto di "soddisfacimento" e che riconduce senza incertezze al denaro il quale, ai sensi dell'articolo 1277 c.c., costituisce lo strumento normale di adempimento delle obbligazioni pecuniarie>>.

<sup>41</sup> Sul punto si veda Cass., Sez. Un., 23 gennaio 2013, n. 1521, in *Fallimento* 2013, 149, con nota di M. FABIANI, *La questione "fattibilità" del concordato preventivo e la lettura delle Sezioni Unite*.

fattori di rischio connessi ad eventi che potrebbero ben verificarsi in corso di esecuzione e che non è possibile sterilizzare completamente anche perché al di fuori della sfera di disponibilità del debitore<sup>42</sup>.

A tal riguardo, inoltre, la giurisprudenza di merito ha rilevato che un piano e una proposta concordatari che prevedano la soddisfazione dei creditori in un orizzonte temporale eccessivamente esteso non risultano compatibili non solo con i tempi di ragionevole durata di una normale procedura espropriativa forzata (cui deve essere inevitabilmente parametrata, a maggior ragione, una procedura concorsuale su base volontaria di natura negoziale che dovrebbe garantire ai creditori una più celere soddisfazione dei loro diritti), ma neppure con gli obblighi imposti dalla Legge Pinto e dalla giurisprudenza relativa alla definizione dei processi che prevedono, per l'alternativa fallimentare, un limite interno di durata di sei anni<sup>43</sup>. Inoltre, sul punto si precisa che, in caso di situazioni di crisi complesse che richiedano

---

<sup>42</sup> In tal senso si veda Trib. Monza, 11 giugno 2013, in *www.ilcaso.it*.

<sup>43</sup> Sul punto Trib. Monza, 11 giugno 2013, *cit.*, chiamato a valutare un concordato preventivo con continuità dell'attività d'impresa, con piano industriale e pagamento dei creditori in un orizzonte temporale di circa 10 anni, salvo il pagamento dilazionato di una residua quota dei debiti tributari e contributivi sino al 2031, dunque per un periodo di circa 20 anni. Nel provvedimento si precisa che, in tema di durata, infatti, la *best practice* che informa la redazione dei piani, prevede che l'arco temporale del piano, per il raggiungimento dell'equilibrio economico, debba essere contenuto in un lasso di tempo ragionevole e che sia coerente con le effettive capacità di previsione. La lettura delle "Linee guida per il finanziamento delle imprese in crisi" (pubblicate da Università di Firenze – Assonime - CNDC) evidenzia con chiarezza che il termine non dovrebbe superare i tre/cinque anni. In un periodo congiunturale tanto negativo a livello sia mondiale, sia, in particolare, nazionale, vale la regola secondo cui più è ridotto il lasso temporale, minore è il rischio di prevedere le tendenze future che inevitabilmente condizionano il raggiungimento degli obiettivi di piano ed i suoi effetti. La raccomandazione n. 5, infatti, recita: <<L'arco temporale del piano, entro il quale l'impresa deve raggiungere una condizione di equilibrio economico-finanziario, non deve estendersi oltre i 3/5 anni. Fermo che il raggiungimento dell'equilibrio non dovrebbe avvenire in un termine maggiore, il piano può avere durata più lunga, nel qual caso è però necessario motivare adeguatamente la scelta e porre particolare attenzione nel giustificare le ipotesi e le stime previsionali utilizzate; occorre comunque inserire nel piano alcune cautele o misure di salvaguardia aggiuntive, tali da poter compensare o quanto meno attenuare i possibili effetti negativi di eventi originariamente imprevedibili>>. Pertanto secondo la giurisprudenza di merito richiamata, tali convincimenti non impediscono che il piano possa, con le dovute cautele, avere un durata più lunga, ma in tal caso l'adempimento della proposta dovrà essere sostenuto con idonee garanzie rilasciate da terzi. Nello stesso senso si veda anche Trib. Modena, 13 giugno 2013, in *www.ilcaso.it*. In tale ultimo provvedimento i giudici - richiamando l'intervento della Cassazione Sez. Un. n. 1521/2016 sull'estensione dei poteri del tribunale nell'esame di un piano concordatario e più in particolare sulla distinzione tra il controllo sulla fattibilità giuridica (spettante ai giudici) e quello sulla convenienza economica (riconosciuto esclusivamente ai creditori aventi diritto di voto)- hanno stabilito che <<ogni istituto concorsuale abbia proprie peculiari finalità e che pertanto fallimento e concordato preventivo non debbano essere sovrapponibili quanto all'utilizzo con la conseguenza che perché un concordato realizzi la sua funzione e quindi la sua causa concreta (per utilizzare le categorie richiamate dalle Sezioni Unite nella citata decisione) sia conforme a quella legale è necessario che prospetti una soluzione della crisi diversa in relazione all'aspetto in discussione da quella propria del fallimento, id est, per rimanere al concordato liquidatorio, a parità di altre condizioni consenta una

un periodo di tempo molto lungo, lo strumento più idoneo non sarebbe rappresentato dal concordato preventivo, bensì dall'accordo di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis l. fall.*, ossia da un accordo raggiunto con l'assenso dei creditori, che permette, però, il pagamento dei dissenzienti<sup>44</sup>.

Pertanto, nell'attuale contesto di crisi e ridotta liquidità, la promessa di un pagamento collocato in un orizzonte temporale troppo lontano potrebbe tradursi, con un elevato grado di probabilità, in un mancato soddisfacimento, con conseguenti effetti negativi a cascata a danno dei creditori che operano nel sistema economico e dunque di tutto il mercato in generale<sup>45</sup>. Inoltre sul tema si rileva che un piano concordatario che preveda la dilazione del pagamento dei creditori in un arco temporale esteso dovrebbe tenere in debita considerazione anche il fenomeno dell'attualizzazione dei pagamenti, per evitare che la misura percentuale di pagamento dei creditori si riduca ulteriormente nel tempo rispetto a quella originariamente proposta e accettata.

Alla luce di quanto detto, una proposta di concordato volta a dilazionare in un periodo di tempo eccessivamente lungo il pagamento dei creditori (soprattutto quelli dissenzienti) si porrebbe in maniera dissonante rispetto alle finalità che si è posto il legislatore, con

---

*liquidazione in tempi abbreviati*>>. Pertanto i giudici -considerando plausibile ritenere non solo che il concordato preventivo liquidatorio sia assimilabile a un procedimento di esecuzione forzata (per la quale la Legge Pinto prevede che il termine ragionevole per la sua conclusione sia tre anni), ma anche che il termine di sei anni per le procedure concorsuali è stato dettato dal legislatore con riferimento soprattutto alla procedura fallimentare- hanno ritenuto che ove un piano liquidatorio preveda che il soddisfacimento dei creditori avvenga in un arco temporale superiore ai tempi massimi fissati dal legislatore nella cd. Legge Pinto (tre anni per un concordato di natura liquidatoria comparabile ai tempi di un'esecuzione forzata; sei anni per un concordato con continuità aziendale, assimilato invece ai tempi di una procedura fallimentare), il giudice dovrebbe dichiarare l'inammissibilità della proposta, rientrando i tempi del pagamento fra i requisiti del piano oggetto di valutazione da parte del tribunale.

<sup>44</sup> Sul punto si veda Trib. Monza, 11 giugno 2013, *cit.*, il quale afferma che in presenza di scenari complessi ed in un contesto di grave crisi di sistema a livello internazionale lo strumento utilizzabile non è quello del ricorso ad una procedura su base pattizia, ove la minoranza dei creditori subisce il sostanziale esproprio dei suoi diritti, attraverso il meccanismo di formazione del consenso basato sul voto a maggioranza, bensì un accordo privatistico cui si associa il pagamento integrale dei dissenzienti. Per un quadro esaustivo sullo strumento dell'accordo di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis l. fall.* si veda P. VALENSISE, *Art. 182-bis 2010*, in *La legge fallimentare dopo la riforma*, Torino 2010, p. 2252 e ss.

<sup>45</sup> Sul rischio connesso ad un utilizzo distorto degli strumenti di gestione della crisi e in particolare a quelli che prevedono un pagamento eccessivamente dilazionato che equivarrebbe a una sorta di "non pagamento", tale da determinare il proliferare di ulteriori analoghe situazioni di insolvenza di fatto irrisolvibili, si veda Trib. Monza, 11 giugno 2013, *cit.*

l'introduzione di tali soluzioni per la composizione della crisi delle imprese<sup>46</sup>. Siffatte misure, invero, devono rappresentare una vantaggiosa alternativa al fallimento, evitando effetti equipollenti e sovrapponibili o addirittura tempi di soddisfacimento più lunghi. Per assolvere a tale funzione, dunque, anche i termini di durata della procedura, rappresentano un ulteriore limite "implicito" all'autonomia del debitore.

Sempre in tema di limiti alla libertà del debitore, seppur non espressamente previsto dal dettato normativo, anche il tema delle garanzie a supporto dell'esecuzione del piano può assumere rilievo da un punto di vista della fattibilità giuridica.

Spesso, infatti, la proposta concordataria prevede, tra le svariate soluzioni, anche l'emissione di garanzie. A tal riguardo si pensi, ad esempio, alle ipotesi in cui, nell'ambito dei programmi di dismissione del patrimonio, il valore di realizzo degli *assets* dell'impresa non è sufficiente a coprire il fabbisogno concordatario, oppure ai casi in cui la prosecuzione della gestione caratteristica dell'impresa presenti criticità tali da mettere in dubbio la capacità di generare flussi di cassa positivi per il soddisfacimento dei creditori, ipotesi, quest'ultime, nelle quali è necessario prevedere garanzie a supporto del corretto adempimento degli obblighi di pagamento contenuti nella proposta e nel piano.

In tali casi, pertanto, il tribunale sarà chiamato ad esprimere un giudizio sulla fattibilità giuridica, ossia sulla concreta realizzabilità del piano concordatario ai fini della sua ammissione. Pertanto le previsioni relative agli interventi da parte di terzi dovranno essere supportati da idonea documentazione. I giudici analizzeranno la serietà, affidabilità e solvibilità dei garanti, la legittimazione ad esercitare un'attività che preveda il rilascio di garanzie, il contenuto delle garanzie offerte e in particolare la legittimità e validità delle clausole in esse contenute (assenza di cause di inesistenza giuridica o di nullità, ossia conformità a norme imperative, ordine pubblico e buon costume ai sensi degli artt. 1343,

---

<sup>46</sup> Tuttavia sul tema della durata del concordato preventivo si registrano delle pronunce contrarie, secondo le quali solo i creditori sono legittimati ad esprimere un giudizio sulla convenienza dei pagamenti dilazionati in intervalli temporali estesi. In tal senso si veda Trib. Terni, 7 novembre 2013, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo il quale quello dei tempi previsti per l'adempimento è un aspetto che, lambendo il profilo della convenienza del concordato, va rimesso alla valutazione pacificamente riservata ai creditori, fatto salvo il caso limite di una dilatazione temporale non solo consistente, ma anche avulsa da una specifica progettualità economica del piano concordatario. Nello stesso senso anche si veda anche Trib. Siracusa, 2 ottobre 2013, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo cui la proposta di concordato preventivo che prevede un termine di cinque anni per la liquidazione dei beni deve essere sottoposta al voto dei creditori.

1344, 1345, 1346, 1350 e 1418 c.c.). Inoltre, sempre in tema di garanzie, è stato affermato che quest'ultime devono essere prestate a favore dei singoli creditori concordatari, affinché -ove si tratti di garanzie fideiussorie- sorga un valido rapporto obbligatorio fra il garante e ciascuno dei creditori, con un oggetto determinato o determinabile, in modo tale che il creditore, in caso di inadempimento da parte del garante, possa successivamente agire in giudizio e conseguire un titolo esecutivo<sup>47</sup>.

In tale filone interpretativo, ma in un'ottica più generale, si deve individuare un ulteriore limite anche nell'oggetto del piano, inteso come programma di ristrutturazione determinato e definito in maniera chiara e specifica, per consentire un preliminare controllo del giudice sulla fattibilità giuridica, intesa come completezza documentale, nonché per consentire ai creditori, ai quali è indirizzata la proposta, la formazione della propria volontà nell'ambito di un processo decisionale non viziato. Più in particolare la Cassazione ha stabilito che affinché i creditori possano esprimere il giudizio loro riservato sulla convenienza economica della proposta di concordato, concorrendo così a garantire il giusto esito della procedura, è necessario che essi ricevano una puntuale informazione circa i dati, le verifiche interne e le connesse valutazioni, incumbenti, questi, che assumono un ruolo centrale nello svolgimento della procedura<sup>48</sup>. Pertanto l'autonomia del debitore nella scelta del programma di

---

<sup>47</sup> Si veda Trib. Roma, 19 aprile 2010, in *www.ilcaso.it*. Con riguardo alla possibilità di agire direttamente contro i garanti, in caso di inadempimento, i giudici precisano che, come chiarito dalle Sezioni Unite con sentenza n. 11396 del 2010, <<*in caso di dichiarazione di fallimento conseguente alla risoluzione del concordato preventivo accompagnato da garanzia prestata da terzi per l'adempimento delle obbligazioni assunte dal debitore, la legittimazione ad agire nei confronti del garante non compete al curatore del fallimento, bensì individualmente ai creditori che risultino tali sin dall'atto dell'apertura della procedura concordataria*>>. Sul punto si veda anche Cass., Sez. Un., 18 maggio 2009, n. 11396, in *Fallimento*, 2009, 1386.

<sup>48</sup> Sul giudizio relativo alla fattibilità giuridica demandato al tribunale, diverso da quello sulla fattibilità economica della proposta, riconosciuto esclusivamente ai creditori aventi diritto di voto, si veda Cass., Sez. Un., 23 gennaio 2013, n. 1521, *cit.* Più in particolare, secondo la Suprema Corte, premesso che la fattibilità del piano di concordato non deve essere confusa con la convenienza della proposta (vale a dire con il giudizio di merito certamente sottratto al tribunale e riservato ai creditori), occorre precisare che la fattibilità, intesa come una prognosi circa la possibilità di realizzazione della proposta nei termini prospettati, implica una ulteriore distinzione tra fattibilità giuridica e fattibilità economica. La verifica della fattibilità giuridica spetta sicuramente al giudice, il quale dovrà esprimere un giudizio negativo sull'ammissibilità della proposta quando le sue modalità attuative risultino incompatibili con norme inderogabili. È, invece, di competenza esclusiva dei creditori il giudizio in ordine alla fattibilità economica del concordato, posto che questa valutazione consiste in un giudizio prognostico che comporta margini di opinabilità e possibilità di errore che si traducono inevitabilmente in un fattore di rischio per i soggetti interessati. E' quindi ragionevole, in coerenza con l'impianto generale dell'istituto del concordato preventivo, che di tale rischio si facciano esclusivo carico i creditori. Su tale scia interpretativa, i giudici di legittimità hanno precisato che nel concordato preventivo il

ristrutturazione, deve garantire un adeguato livello di completezza e determinatezza della domanda e dunque del piano concordatario<sup>49</sup>. Conseguentemente, l'imprenditore deve indicare in maniera chiara e precisa la situazione economica e finanziaria di partenza della società, la scelta delle soluzioni della crisi e dunque le modalità di soddisfazione dei creditori, un orizzonte temporale del piano, i flussi finanziari generati nel periodo concordatario, le eventuali criticità e i rimedi per affrontarle, gli obiettivi del piano *et similia*<sup>50</sup>.

Allo stesso modo si deve dare completa *disclosure* di tutti i fatti e gli atti, anche precedenti, rilevanti ai fini della formazione del consenso dei creditori (si pensi, ad esempio, alla distribuzione di dividendi nonostante una situazione finanziaria critica; alla definizione di contenziosi in corso, mediante transazioni considerate pregiudizievoli degli interessi del debitore; all'occultamento di patti parasociali e di conseguenti obblighi di indennizzo; al rimborso di finanziamenti soci postergati; all'esecuzione di pagamenti preferenziali a beneficio di una società partecipata; alla mancanza di informazioni circa la pendenza di cause al momento della proposizione della domanda di concordato). In caso di omissione, infatti, non solo la proposta di concordato preventivo potrebbe essere esposta al rischio di revoca ai sensi dell'art. 173 l. fall., su impulso del commissario giudiziale, ma, inoltre, anche nelle ipotesi di intervenuta approvazione da parte della maggioranza dei creditori, il tribunale, nell'esercizio del potere di valutazione sulla fattibilità giuridica, potrebbe opporsi all'omologazione del concordato preventivo<sup>51</sup>.

---

controllo del giudice sulla fattibilità del concordato deve essere effettuato verificando l'idoneità della documentazione prodotta (per la sua completezza e regolarità) a corrispondere alla funzione che le è propria, di fornire elementi di giudizio ai creditori, sia accertando la fattibilità giuridica della proposta (si pensi, a titolo esemplificativo, alla cessione di beni altrui), sia infine valutando l'effettiva idoneità di quest'ultima ad assicurare il soddisfacimento della causa della procedura, consistente nella regolazione della crisi e nella soddisfazione almeno parziale dei creditori, nel rispetto dei termini di adempimento previsti. Tale profilo incide sulla valutazione della proposta nel suo complesso e di conseguenza sul giudizio di fattibilità del concordato.

<sup>49</sup> In tal senso Trib. Bologna 17 gennaio 2007, *inedita*.

<sup>50</sup> Tra i destinatari degli obblighi informativi citati dalla Cass., Sez. un., n 1521/2016, oltre al debitore, si devono ricomprendere anche il professionista attestatore (rispetto al quale il D.L. 83 del 2012, oltre a sottolinearne la necessaria indipendenza, ha introdotto pesanti sanzioni nel caso di falsità nelle attestazioni o nelle relazioni), in funzione dell'ammissibilità al concordato, nonché il commissario giudiziale tenuto a redigere la relazione *ex art. 172 l. fall.*, da depositare in cancelleria almeno quarantacinque giorni prima dell'adunanza dei creditori (ai fini del voto).

<sup>51</sup> In linea generale i fatti che possono condurre alla revoca del concordato preventivo sono riconducibili a due distinte categorie: la prima comprende il compimento di atti di frode anteriori alla procedura o l'occultamento doloso di informazioni rilevanti; la seconda, invece, riguarda il compimento, nel corso della procedura, di atti

In altri termini, la redazione del piano deve rispettare un requisito minimo contenutistico, ispirato a requisiti di chiarezza, completezza e veridicità, che permetta, dapprima al terzo esperto indipendente, chiamato dal debitore medesimo, di redigere una certificazione giurata sulla veridicità dei dati aziendali, nonché sulla fattibilità del piano (da allegare alla domanda di concordato preventivo insieme al piano e a tutti gli allegati previsti dall'art. 161, co. 2 e 3, l. fall.), in seguito ai creditori e al tribunale di esprimere una valutazione sulla realizzabilità del programma di ristrutturazione, dunque sulla sua fattibilità economica e giuridica.

---

non autorizzati o finalizzati a frodare i creditori. Più in particolare, con riguardo alla categoria degli atti in frode, di recente la Suprema Corte ha affermato che <<gli atti di frode, presupposto della revoca dell'ammissione al concordato preventivo ai sensi dell'art 173, co. 1, l. fall., non possono solo individuarsi negli atti in frode ai creditori, di cui agli artt. 64 e segg. Legge fall....Peraltro, nell'ambito dei fatti accertati dal commissario giudiziale rientrano, oltre ai fatti "scoperti" perché del tutto ignoti nella loro materialità, anche i fatti non adeguatamente e compiutamente esposti in sede di proposta di concordato e nei suoi allegati...i quali, pertanto, possono dirsi "accertati" in quanto individuati nella loro completezza e rilevanza ai fini della corretta informazione dei creditori solo successivamente>>. Si esprime in tal senso Cass., 2 febbraio 2017, n. 2773, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it). In relazione, invece, al potere del tribunale di opporsi alla omologazione del concordato preventivo, con la sentenza Cass., 04 Giugno 2014, n. 12533, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), è stato stabilito che il tribunale può negare l'omologazione del concordato preventivo, anche qualora non siano state proposte opposizioni, ove emergano circostanze, quali, per esempio, la commissione di atti in frode ai creditori, che ai sensi dell'articolo 173 l. fall. avrebbero comportato la revoca dell'ammissione. Sul punto si precisa che il potere in questione è, infatti, espressione del doveroso controllo sulla regolarità della procedura, non limitato ai soli dati formali, ed espressione dei poteri officiosi del tribunale nelle tre fasi dell'ammissione, dell'eventuale revoca e dell'omologazione del concordato.



## CAPITOLO 2

### I CASI PARMACOTTO, SOCOTHERM E I VIAGGI DEL VENTAGLIO

SOMMARIO: 1. L'autonomia decisionale del debitore nel concordato preventivo. - 1.1 Il tema della continuità diretta e indiretta. - 2. L'esperienza del concordato preventivo con operazioni di conversione del debito nell'ultimo decennio. - 2.1. Parmacotto S.p.A. - 2.2. Socotherm S.p.A. - 3. Il caso "I Viaggi del Ventaglio". - 3.1. La Società e le cause della crisi. - 3.2. Il Piano concordatario. - 3.3. Il giudizio del Commissario giudiziale: ulteriore limite all'autonomia del debitore?

#### 1. L'autonomia decisionale del debitore nel concordato preventivo

Come descritto nel primo capitolo, la libertà del debitore in difficoltà economica si traduce dapprima nell'individuazione dello strumento di gestione della crisi da adottare e successivamente nella definizione del programma di ristrutturazione, che si intende sottoporre alla valutazione dei creditori<sup>52</sup>.

In dottrina è stato osservato che tali scelte sono orientate da diversi fattori, tra i quali: la presenza di azioni di aggressione sul patrimonio del debitore; la pendenza di istanze di fallimento; il tempismo dell'intervento sullo stato di crisi e le condizioni in cui versa la società; le sue dimensioni, anche sotto il profilo dell'occupazione; la situazione del mercato in generale e di quello di riferimento in cui opera il debitore, da cui può dipendere la concreta possibilità di risanamento o di ristrutturazione (soprattutto nelle ipotesi di continuità aziendale); l'esistenza di apporti finanziari esterni e più in generale di prospettive di maggiore convenienza rispetto all'alternativa fallimentare<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> Il ruolo dei creditori, a prescindere dallo specifico strumento di gestione della crisi prescelto, è fondamentale. Infatti qualora il debitore optasse per il piano di risanamento *ex art. 67, co. 3, lett. d, l. fall.* o per un accordo di ristrutturazione del debito ai sensi dell'*art. 182-bis l. fall.* oppure per un concordato preventivo *ex art. 160 l. fall. e ss.*, in tutte queste ipotesi il giudizio dei creditori sarà sempre determinante per il buon esito dell'operazione di ristrutturazione del debito, dunque per il raggiungimento dell'accordo negoziale e/o per l'omologazione giudiziale.

<sup>53</sup> F. MAROTTA, *Gli strumenti di gestione e le scelte strategiche*, in M. VIETTI- F. MAROTTA- F. DI MARZIO (a cura di), *The italian change for restructuring. Un diritto per le imprese in crisi*, Milano, 2014, 237, secondo il quale <<il trascorrere del tempo aggrava, a volte irrimediabilmente, le prospettive dell'impresa, comprimendone le possibilità di recupero e restringendo il novero delle soluzioni, anche legali, adottabili>>. L'autore inoltre rileva che <<la valutazione che l'imprenditore deve premettere a qualsiasi scelta, con il supporto dei suoi advisors (in particolare, di quelli finanziari) è piuttosto di tipo industriale; egli deve comprendere se per l'impresa c'è una prospettiva di continuità e, se sì, a quali condizioni, soprattutto avendo riguardo ai profili di carattere commerciale, industriale e finanziario dell'attività>>. Sul punto si veda anche

Le situazioni sopra elencate rappresentano ulteriori limiti non codificati, che di fatto condizionano il debitore nella decisione sul percorso di ristrutturazione da intraprendere (puramente negoziale o sotto il controllo del tribunale), nonché sulla strategia concreta da attuare per la gestione della situazione di tensione economica e finanziaria in cui si trova l'impresa.

Più in particolare, con riguardo al concordato preventivo, il debitore che decide di avviare tale procedura si troverà dinanzi alla possibilità di adottare uno strumento che gli consente la liquidazione di tutti gli *assets* dell'azienda (in via atomistica, mediante la cessione dell'intera azienda o combinando le due modalità di dismissione), finalizzata alla disgregazione del complesso aziendale, con inevitabile cancellazione ed estinzione dell'impresa dal mercato, oppure la continuazione dell'attività imprenditoriale, mediante un'operazione di risanamento aziendale. Inoltre, tali attività liquidatorie e di continuazione dell'attività potranno convivere, mediante un piano di concordato cosiddetto "misto", al quale sarà applicata un'unica disciplina, corrispondente alla componente "prevalente" in termini economici e funzionali<sup>54</sup>.

Appare evidente che la scelta ricadrà sul concordato liquidatorio nei casi in cui l'impresa non abbia la possibilità di continuare l'attività aziendale<sup>55</sup>. In tale ipotesi, infatti, il

---

R. RANALLI, *La scelta dello strumento di risanamento della crisi aziendale*, in *Fall.*, 2012, 506 ss., secondo il quale la scelta dello strumento di gestione della crisi può essere operata solo avendo riguardo all'esito della "anamnesi" aziendale e alle cause della crisi. Lo stesso autore ribadisce la necessità di una analisi aziendale e delle cause della crisi per la redazione del piano. Sul punto si veda R. RANALLI, *Il concordato in continuità*, Milano, 2015, 135 e ss.

<sup>54</sup> Nell'ipotesi di concordato cosiddetto misto, liquidatorio e con continuità aziendale, il Trib. Pistoia 29 ottobre 2015, in *www.ilcaso.it.*, ha affermato che <<al fine di evitare il ricorso abusivo alla continuità aziendale al solo scopo di aggirare la regola della soglia minima di pagamento di almeno il venti per cento dell'ammontare dei crediti chirografari, dovrà farsi applicazione del criterio della prevalenza, per cui si dovrà ritenere applicabile la regola di cui al quarto comma, primo periodo dell'art. 160 legge fall. ogni qual volta il ricavato dalla liquidazione dei beni estranei al segmento della continuità rappresenti la quota principale dell'attivo concordatario>>. In modo conforme Trib. Alessandria 18 gennaio 2016, in *www.ilcaso.it.*, ha stabilito che <<al concordato cd. "misto" deve essere applicata un'unica disciplina, corrispondente alla componente "prevalente" in termini economici e funzionali, soluzione, questa, preferibile anche alla luce delle recenti modifiche apportate dal d.l. 83/2015, all'art. 160 legge fall., in tema di percentuale di pagamento dei creditori chirografari da assicurare in caso di concordato liquidatorio, non apparendo infatti ragionevolmente sostenibile che la presenza di una componente liquidatoria, qualunque essa sia, anche irrisoria, faccia scattare l'obbligo del rispetto del citato requisito>>.

<sup>55</sup> Sul concordato preventivo liquidatorio, tra i molti, L. GALANTI, *Misure urgenti in tema di concordato preventivo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 3, 2016, 969; F. CORDOPATRI, *Il processo di concordato preventivo*, in *Riv. dir. proc.*, 2014, 355 ss.; D. TURRONI, *Il concorso a « progressione asimmetrica » tra concordato preventivo e istruttoria prefallimentare*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1, 2016, 264; A. JORIO, *La parabola del*

concordato preventivo permette di procedere ad un programma di dismissione dei beni aziendali, nell'interesse dei creditori e sotto il controllo del tribunale, con una presumibile tempistica ridotta rispetto al fallimento, nonché evita le svalutazioni degli *assets* aziendali derivanti dalle vendite in ambito fallimentare.

Con riguardo a tale soluzione, tuttavia, appare opportuno rilevare che a seguito delle recenti modifiche legislative il percorso liquidatorio in ambito concordatario presuppone, quale requisito di ammissibilità, l'esistenza di profili di maggiore convenienza per i creditori rispetto all'alternativo percorso fallimentare, che devono essere evidenziati nel piano concordatario e nella domanda *ex art. 161 l. fall.*<sup>56</sup>. Inoltre, come più volte detto, il progetto di modifica della legge fallimentare, manifesta maggior favore per il concordato preventivo

---

*concordato preventivo: dieci anni di riforme e controriforme*, in *Giur. Comm.*, 1, 2016, 15; A. ROSSI, *Le proposte indecenti nel concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 2, 2015, 331; E. FRASCAROLI SANTI, *Il concordato preventivo*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, PANZANI (diretto da), IV, Milanofiori Assago, 2014, 595; A. BASSI, *Il concordato preventivo tra cessio bonorum e datio in solutum. Il caso "S. Raffaele"*, in *Giur. Comm.*, 6, 2016, 837; M. FABIANI, *Diritto fallimentare*, Bologna, 2011; M. FERRO, *Sub artt. 160 e 161*, in M. FERRO (a cura di), *La legge fallimentare*, Padova, 2011; G. CANALE, *Il concordato preventivo a cinque anni dalla riforma*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 372; G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, Milano, 2011; G. PACCHI, *Il concordato preventivo*, in E. BERTACCHINI- L. GUALANDI- S. PACCHI- G. PACCHI- G. SCARSELLI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2011; A. JORIO, *Sub art. 160 l. fall.*, in A. NIGRO- M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, III, Torino, 2010; P. LICCARDO, *Sub artt. 161, 162, 163 l. fall.*, in A. NIGRO- M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, III, Torino, 2010, 2082; A. NIGRO-D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, 2009; S. PACCHI-L. D'ORAZIO-A. COPPOLA, *Il concordato preventivo*, in A. DIDONE (a cura di), *Le riforme della legge fallimentare*, Milano, 2009; G. JACHIA, *Il concordato preventivo e la sua proposta*, in G. FAUCEGLIA-L. PANZANI (diretto da), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, 3, Torino, 2009; M. GRIFFEY, *La disciplina del concordato preventivo e le soluzioni della giurisprudenza*, in S. Ambrosini (a cura di), *Le nuove procedure concorsuali*, Bologna, 2008; G.U. TEDESCHI, *Manuale del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2006; V. ZANICHELLI, *La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali*, Torino, 2008; P.G. DE MARCHI, *Il concordato preventivo alla luce del "decreto correttivo"*, in S. AMBROSINI (a cura di), *Le nuove procedure concorsuali*, Bologna, 2008; L. GUGLIELMUCCI, *Diritto fallimentare*, Torino, 2007; D. GALLETTI, *Sub art. 160*, in A. JORIO (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare*, II, Bologna, 2007, 2268; L. PANZANI, *Il decreto correttivo nella riforma delle procedure concorsuali*, in [www.ipsa.it/fallimentoonline.it](http://www.ipsa.it/fallimentoonline.it), 2007; M. SANDULLI, *Sub artt. 160, 161, 162*, in A. NIGRO- M. SANDULLI (a cura di), *La riforma della legge fallimentare*, II, Torino, 2006, 980; G. JACHIA, *L'impresa in crisi nel mercato e nel concordato preventivo*, in [www.csm.it](http://www.csm.it), 2006,10; P.F. CENSONI, *Il "nuovo" concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 735.

<sup>56</sup> L'art. 4 del D.L. 27 giugno 2015, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla L. 6 agosto 2015 n. 132, al comma 2, ha modificato l'art. 161 l. fall. nella parte relativa all'elenco dei documenti da allegare alla domanda a pena di inammissibilità, modificando la lettera e). Infatti, dopo aver stabilito che il piano concordatario deve contenere la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta, si è precisato che <<in ogni caso, la proposta deve indicare l'utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile che il proponente si obbliga ad assicurare a ciascun creditore>>. Il D.L. 27 giugno 2015, n. 83 è entrato in vigore il 27 giugno 2015 e la legge di conversione 6 agosto 2015 n. 132 è entrata in vigore il 21 agosto 2015. La modifica indicata si applica ai procedimenti di concordato preventivo introdotti successivamente alla entrata in vigore della citata legge di conversione.

con continuità d'impresa, nonché prevede che la fattispecie liquidatoria sia destinata quasi totalmente ad estinguersi, per essere assorbita nella procedura di liquidazione giudiziale (sostitutiva di quella fallimentare), salvo le ipotesi nelle quali, all'interno del programma di liquidazione concordataria del patrimonio dell'imprenditore, sia previsto l'apporto di risorse esterne<sup>57</sup>. In tale specifica ipotesi, infatti, l'aumento dell'attivo a disposizione dei creditori giustificerebbe il mantenimento di un percorso liquidatorio differenziato e alternativo a quello fallimentare.

Diversamente, con il ricorso allo strumento del concordato preventivo in continuità si concede al debitore la possibilità di risanare l'azienda, mediante un programma di ristrutturazione che punta a superare il periodo di crisi, attraverso la prosecuzione

---

<sup>57</sup> Il riferimento è al disegno di legge delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza n. 3671, presentato l'11 marzo 2016 alla Camera dei Deputati e redatto sulla base delle proposte di riordino e di riforma delle procedure concorsuali, elaborate dalla Commissione ministeriale presieduta dal presidente di sezione della Corte di Cassazione R. Rordorf, istituita il 28 gennaio 2015 dal Ministro della giustizia, scaricabile dal sito [www.camera.it](http://www.camera.it). Il citato disegno di legge, nelle premesse, in relazione al tema del concordato preventivo, prendendo atto dell'incremento del numero delle domande di ammissione all'istituto, specie di quelle caratterizzate dalla cessione dei beni, sottolinea che raramente le procedure concordatarie liquidatorie rappresentano per i creditori una soluzione davvero più vantaggiosa, rispetto alla liquidazione fallimentare. Pertanto, il favore per il concordato preventivo si giustificerebbe solo nelle ipotesi in cui fosse utilizzato per garantire la continuità aziendale, idonea ad assicurare nel tempo una migliore soddisfazione dei creditori. Sulla base di tale assunto, il disegno di legge circoscrive l'istituto concordatario alla sola ipotesi con continuità aziendale. La proposta liquidatoria, invece, non è ammessa, salvo i casi di apporti di nuova finanza esterna, poiché le soluzioni liquidatorie vengono riservate alla procedura di liquidazione giudiziale. Sul punto, si riporta un estratto della relazione allo schema di legge delega per la riforma delle procedure concorsuali, nel quale il presidente della sopra menzionata Commissione ministeriale (incaricata per elaborare proposte di interventi di riforma, ricognizione e riordino della disciplina delle procedure concorsuali) afferma che *<<quando null'altro v'è da fare, se non liquidare i beni del debitore per soddisfare al meglio le ragioni dei creditori, una pluralità di procedure liquidatorie mal si giustifica, tanto più ove si consideri che l'attuale procedura di fallimento dovrebbe non solo essere destinata a mutar nome, perdendo i connotati di disvalore sociale che ancora oggi la caratterizzano, ma anche a sfociare in modalità di liquidazione dei beni del debitore ormai davvero quasi del tutto sovrapponibili a quelle dell'odierno concordato preventivo liquidatorio. Con il vantaggio, però, di un più sicuro e collaudato meccanismo di accertamento dei crediti e del non trascurabile risparmio di costi dovuto alla nomina di un solo curatore in luogo della pluralità dei professionisti e degli organi oggi presenti nella procedura concordataria. Il favore per l'istituto concordatario si giustifica, perciò, non quando il concordato realizzi i medesimi scopi del fallimento (o, per stare alla nuova terminologia qui proposta, della liquidazione giudiziaria), bensì qualora esso valga a garantire la continuità aziendale ed, attraverso di essa, ricorrendone i presupposti, riesca altresì ad assicurare nel tempo una migliore soddisfazione dei creditori>>*. Tuttavia, in relazione alle procedure ammissibili, si precisa che l'ipotesi del concordato preventivo liquidatorio non viene completamente esclusa, bensì limitata ai casi in cui siano previsti apporti di terzi, che consentano di soddisfare le ragioni dei creditori in misura apprezzabilmente maggiore, poiché *<<non sarebbe logico impedire ai creditori di beneficiare del vantaggio che, in tal caso, il concordato liquidatorio effettivamente per loro presenta, rispetto all'alternativa della semplice liquidazione giudiziaria>>*.

dell'attività, dunque mantenendo l'impresa sul mercato<sup>58</sup>. Naturalmente l'ipotesi di continuità aziendale può essere perseguita solo nei casi in cui l'azienda disponga ancora di un complesso aziendale sano e idoneo a proseguire in maniera efficiente l'attività imprenditoriale. Per tale fattispecie, infatti, l'art. 186-bis l. fall. prevede che la domanda da depositare presso il tribunale competente sia corredata da un'analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività d'impresa prevista dal piano di concordato, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura, ossia di un vero e proprio “piano economico, finanziario e industriale” della società durante il periodo concordatario, ossia di quel documento che in ambito economico viene definito “*business plan*”<sup>59</sup>.

---

<sup>58</sup> Sul concordato preventivo con continuità, tra i molti, si vedano F. ROLFI - R. RANALI, *Il concordato in continuità*, Milano, 2015; G. BOZZA, *Una lettura controcorrente dell'art. 186-bis, comma secondo, lett. c) della legge fallimentare*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2014; P. G. CECCHINI, *Il miglior soddisfacimento dei creditori nel concordato con continuità aziendale*, in [www.ilFallimentarista.it](http://www.ilFallimentarista.it), 2014; G. LO CASCIO, *Il punto sul concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2014, 7; G. B. NARDECCHIA - R. RANALI, *Art. 186-bis*, in LO CASCIO (diretto da), *Codice commentato del fallimento*, Milano, 2014; A. NIGRO - D. VATTERMOLI, *Art. 186-bis. Concordato con continuità aziendale* in A. NIGRO - M. SANDULLI - V. SANTORO (a cura di), *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Torino, 2014; R. TIZZANO, *L'indeterminatezza del giudizio di miglioria e l'attestazione ex art. 186-bis, comma 2, lett. b), l. fall.*, in *Fallimento*, 2014, 137; R. AMATORE, *Concordato con continuità*, in AMATORE-JEANTET, *Il nuovo concordato preventivo*, Milano, 2013; S. AMBROSINI, *Appunti in tema di concordato con continuità aziendale*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2013; L. STANGHELLINI, *Il concordato con continuità aziendale*, in *Fallimento*, 2013, 1222; U. TOMBARI, *Alcune riflessioni sulle fattispecie del concordato con continuità aziendale*, in [www.ilFallimentarista.it](http://www.ilFallimentarista.it), 2013; M. VITIELLO, *Brevi (e scettiche) considerazioni sul concordato preventivo con continuità aziendale*, in [www.ilFallimentarista.it](http://www.ilFallimentarista.it), 2013; M. ARATO, *Il concordato con continuità aziendale*, in [www.ilFallimentarista.it](http://www.ilFallimentarista.it), 2012; P. BALDASSARRE - M. PERENO, *Prime riflessioni in tema di concordato preventivo in continuità aziendale*, in [www.ilFallimentarista.it](http://www.ilFallimentarista.it), 2012; C. B. BIANCO, *Brevi riflessioni economiche sul concordato preventivo in continuità*, in [www.ilFallimentarista.it](http://www.ilFallimentarista.it), 2012; L. M. QUATTROCCHIO - R. RANALI, *Speciale D.L. Sviluppo – Concordato in continuità e ruolo dell'attestatore: poteri divinatori applicazione di principi di best practice*, in [www.ilFallimentarista.it](http://www.ilFallimentarista.it), 2012; G. SCHIANO DI PEPE, *Il concordato preventivo con “continuità aziendale” nel decreto legge 83/2012. Prime considerazioni*, in *Dir. Fall.*, 2012, I, 482 e ss.

<sup>59</sup> Sul punto, in relazione agli specifici contenuti che tale documento deve contenere per permettere di esprimere un giudizio sia da parte del Tribunale sull'ammissibilità della domanda, sia da parte dei creditori sulla convenienza economica della proposta concordataria, la giurisprudenza di merito ha stabilito che <<secondo la prevalente interpretazione l'indicazione analitica di cui all'art 186-bis, co. 2, lett. a), l. fall. si traduce nella formulazione di un business plan il quale non può avere contenuto generico (traducendosi la genericità nella lesione dell'interesse ad una corretta informazione dei creditori), e non può limitarsi ad una mera elencazione di dati, ma deve illustrare ed argomentare detti dati per consentire una verifica della coerenza della ricostruzione complessiva stessa>> (in tal senso Trib. Milano 1 ottobre 2015, *inedita*). Più in particolare, in tale provvedimento, i giudici meneghini hanno ritenuto che il *business plan* non possa presentare contenuti generici ed apodittici, dal momento che tali carenze si traducono nella lesione dell'interesse dei creditori ad una completa, chiara e corretta informazione. A tal riguardo, infatti, si è precisato che <<la predisposizione del piano ex art. 186-bis L.F. non si traduce nella creazione di un documento contenente meri dati e cifre, occorrendo che i dati siano sviluppati e illustrati con il dettaglio necessario a consentire la verifica della coerenza della ricostruzione complessiva stessa. Ciò si traduce nell'inserimento nel piano di una analisi

Tali documenti dovranno essere accompagnati dalla relazione del professionista di cui all'articolo 161, co. 3, l. fall. che dovrà attestare -differentemente dalle ipotesi liquidatorie, nelle quali ci si limita solo a verificare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo- che la prosecuzione dell'attività d'impresa prevista dal piano di concordato è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori<sup>60</sup>.

---

*concreta del rapporto tra costi ed entrate che ci si attende dalla prosecuzione dell'attività imprenditoriale, e di una verifica del cash-flow sotto il duplice profilo del reperimento delle risorse iniziali e dei flussi destinati ad essere generati dalla continuità. Di qui la conclusione per cui il business plan si traduce in un vero e proprio piano industriale, tale da illustrare le iniziative nell'ambito di una costruzione che consenta di verificare la consequenzialità tra dati di partenza e risultati attesi>>. Appare opportuno rilevare che in tale ipotesi il Tribunale era stato chiamato a valutare l'ammissibilità di una proposta di concordato preventivo con continuità diretta, rappresentata dalla previsione della prosecuzione dell'attività di compravendita di prodotti editoriali, artistici e opere d'arte, nonché dalla prestazione di servizi erogati a società (a titolo esemplificativo studi, ricerche, consulenze, formazione, *brain working*, interventi nelle aziende, ristrutturazioni, programmi gestionali e di comunicazioni, interventi telematici. Sul punto i giudici hanno chiarito che <<il piano non può limitarsi ad elencare dati meramente prognostici e virtuali, ma deve indicare i presupposti economici sulla cui base si perviene alla individuazione dei dati stessi sulla base di un'analisi economica, finanziaria e patrimoniale. Poiché, poi, l'impresa non è una realtà isolata, risulta chiaro che, in ipotesi di continuità diretta, occorrerà che il piano illustri le prospettive dell'impresa sul mercato nel suo complesso, sia con riferimento alle evoluzioni del mercato medesimo, sia con riferimento al quadro complessivo dei competitors. In sintesi, l'analisi del business plan non può tradursi in una mera elencazione apodittica di dati ed eventi, ma nell'ottica di un "piano" (cioè di una visione strategica imprenditoriale fondata su prognosi attendibili, valutazioni approfondite e ponderate, scelte di investimento e disinvestimento) deve tradursi in un documento di notevole ampiezza e approfondimento, tale da consentire ai creditori (che sulla base dello stesso piano vengono a formulare la propria valutazione di convenienza e fattibilità in concreto) di acquisire tutti i dati necessari per una ricostruzione adeguata della proposta concordataria>>. In conclusione i giudici di Milano, in tema di requisiti minimi di piano concordatario o del *business plan* ex art. 186-bis l. fall., rilevano che, anche se attualmente manca un modello unitario vincolante che guidi nella predisposizione del piano, la migliore dottrina aziendalistica ha osservato che direttive di *best practices* sono desumibili da documenti come le Linee Guida per il Finanziamento delle Imprese in Crisi emanate dall'Università di Firenze con il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili; i Principi di Attestazione dei Piani di Risanamento approvati dal CNDCEC in data 3 settembre 2014; le Linee Guida alla Redazione del Business Plan del CNDCEC emanate, in materia di modalità di redazione e di rappresentazione di un piano industriale, nel mese di maggio 2011. A parere dei giudici, infatti, da tali documenti emerge come l'articolazione di un piano di recupero in continuità presupponga, quantomeno, una prima fase di inquadramento storico, con individuazione delle cause della crisi ed analisi dell'indebitamento e una seconda fase di individuazione delle linee guida del piano (con indicazione delle mercati di riferimento; delle assunzioni del piano e delle ipotesi sottostanti al medesimo nonché della loro coerenza e compatibilità anche con gli indicatori macroeconomici) e degli strumenti di monitoraggio del concordato (indicatori di performance e le c.d. *milestones*).*

<sup>60</sup> Nel caso del concordato con continuità, infatti, l'attestazione presenta un contenuto più ampio, in quanto deve investire anche la valutazione dei dati utilizzati per la redazione del *business plan*, ossia dei dati che costituiscono la base di elaborazione delle prognosi contenute nel piano. In tale ipotesi l'attestatore ha il compito di valutare l'esistenza di un nesso conforme alle regole economiche e aziendalistiche tra dati di partenza ed evoluzione futura dell'andamento dell'impresa. Il contenuto dell'attestazione, in questo caso, si concentra peraltro sulla valutazione della capacità del piano di assicurare il miglior soddisfacimento dei creditori. Il giudizio dell'attestatore, quindi, deve paragonare gli esiti del concordato con continuità sia con quelli di un fallimento -nel quale la liquidazione non avvenga necessariamente in forma atomistica ed anzi possa avvenire eventualmente in forma aggregata e previo svolgimento di un esercizio provvisorio ai sensi dell'art. 104 l. fall.- sia con quelli di un concordato preventivo liquidatorio che però non necessariamente adotti

### 1.1 Il tema della continuità diretta e indiretta.

Inoltre, per un quadro completo sulle soluzioni adottabili, appare opportuno rilevare che, con riguardo al tema della continuazione aziendale, nonostante l'art. 186-*bis* l. fall. non preveda espressamente la possibilità di una continuazione indiretta, mediante la stipula di un contratto di affitto di azienda, anche alla luce della prassi, tale ipotesi deve ritenersi ormai ammessa<sup>61</sup>.

Sul piano strettamente giuridico, un'interpretazione restrittiva troverebbe conforto solo nel dato letterale dell'art. 186-*bis* l. fall., che non prevede espressamente l'ipotesi dell'affitto. A supporto della tesi positiva, invece, si dovrebbe considerare che la prosecuzione prevista dal citato articolo si prefigge come unica finalità, a prescindere dalle modalità concrete adottate, di realizzare un risultato che consenta di trattare i creditori in maniera migliore, rispetto a quanto si riuscirebbe ad ottenere ricorrendo all'alternativa liquidatoria. Il mantenimento dell'esercizio d'impresa, infatti, sarebbe idoneo a generare flussi di cassa positivi, da porre a supporto del piano concordatario, al fine di innalzare il più possibile la percentuale di soddisfazione dei creditori della società in crisi.

L'ipotesi della continuità indiretta, del pari della prosecuzione dell'attività condotta direttamente dal debitore, genererebbe somme a beneficio del piano concordatario (i canoni di locazione corrisposti alla società in crisi) e quindi di tutto il ceto creditorio, pertanto dovrebbe ritenersi modalità ugualmente idonea a conseguire gli obiettivi che l'art. 186-*bis* l. fall. si prefigge di raggiungere.

Dunque la diatriba sull'affitto di azienda all'interno del concordato preventivo in continuità andrebbe definitivamente risolta valutando la sua ammissibilità su un piano oggettivo, ossia analizzando se tale soluzione possa ritenersi compatibile con la struttura della fattispecie di cui all'art. 186-*bis* l. fall., nonché con gli obiettivi e i risultati che la norma intende perseguire.

---

le forme della liquidazione disaggregata, ma operi mediante una cessione in blocco dell'azienda. Poiché, poi, l'attestazione ha come destinatari i creditori l'illustrazione complessiva del giudizio deve avvenire rispettando parametri di completezza, coerenza, chiarezza e costante riferimento ai dati contabili concretamente disponibili.

<sup>61</sup> Le opinioni formatesi sul tema dell'affitto di azienda nell'ambito del concordato in continuità *ex art.* 186-*bis* l. fall. sono varie. Sul punto si veda S. AMBROSINI, *Appunti in tema di concordato con continuità aziendale*, in *www.ilcaso.it*, 2013, 5.

D'altro canto apparirebbe superfluo soffermarsi sull'aspetto soggettivo, ossia su chi di fatto continua l'attività aziendale, considerato che da un punto di vista ideale e astratto -a parità di canone di locazione e garanzie sulla solvibilità dell'affittuario e fatto salvo gli eventuali e imprevedibili riflessi sul valore dell'azienda affittata (e sull'avviamento), che potrebbero derivare dalla gestione concreta posta in essere dall'affittuario- gli effetti economici derivanti da una gestione diretta, da parte dell'imprenditore che ha concorso all'attuale situazione di crisi, oppure indiretta, mediante l'intervento di un terzo, su un piano generale sarebbero i medesimi, poiché entrambi idonei a generare flussi di cassa a beneficio del piano concordatario.

Su tale scia interpretativa, dunque, il carattere essenziale del concordato preventivo con continuazione dell'attività di impresa andrebbe individuato nel fenomeno della prosecuzione e non nel soggetto che la realizza<sup>62</sup>.

Inoltre, appare opportuno rilevare che, come confermato anche dalla Cassazione riunita in Sezioni Unite, la disciplina dettata in tema di concordato preventivo riconosce grande rilievo alla figura dei creditori, ai quali viene demandato il compito di accettare o meno la proposta concordataria formulata dal debitore<sup>63</sup>.

Pertanto, qualora il percorso di ristrutturazione con l'ipotesi di affitto d'azienda fosse accettato dagli stessi creditori chiamati al voto, non sembrerebbe possibile individuare altri "ostacoli", anche normativi, idonei a precludere una soluzione con continuità indiretta, che, come detto, produrrebbe i medesimi effetti economici positivi (di quella diretta) a vantaggio di tutti i creditori.

In aggiunta il piano concordatario potrebbe anche prevedere una continuità indiretta "temporanea", mediante un contratto di affitto "ponte", stipulato con un soggetto terzo e con durata agganciata a quella prevista per il piano medesimo, ossia limitata al tempo previsto

---

<sup>62</sup> Sui possibili riflessi che l'affitto d'azienda potrebbe produrre sul valore dell'azienda affittata (e sull'avviamento) si veda G. DI CECCO, *Le offerte concorrenti e le cessioni*, in *La nuova mini-riforma della legge fallimentare*, M. SANDULLI – G. D'ATTORRE (a cura di), Torino, 2016, 175 ss. L'autore, in tema di procedimenti di selezione dell'affittuario *ex art. 163-bis l. fall.*, osserva efficacemente che non sempre è confermato <<che la migliore soddisfazione degli interessi dei creditori (e dello stesso debitore) consegua all'affitto dell'azienda a favore di chi, semplicemente, offra il canone di affitto di maggior importo>>, poiché bisogna anche prendere in considerazione <<il possibile effetto della gestione dell'affittuario sul valore del bene affittato (e, dunque, sull'avviamento)>>.

<sup>63</sup> Sul punto si veda Cass. Sez. Un., 23 gennaio 2013, n. 1521, in *Fallimento* 2013, 149, con nota di M. FABIANI, *La questione "fattibilità" del concordato preventivo e la lettura delle Sezioni Unite*.



nel piano per dare completa esecuzione al concordato preventivo. Pertanto, al termine del citato periodo e del corretto adempimento degli obblighi concordatari con conseguente esdebitazione, la società tornerebbe ad essere gestita direttamente dal debitore<sup>64</sup>.

Allo stesso modo, al fine di migliorare le prospettive e soprattutto la misura di soddisfazione da destinare ai creditori, dai quali dipende l'esito della procedura concordataria, in virtù del voto che sono chiamati a esprimere, nella prassi applicativa, con riguardo alla continuità aziendale diretta o indiretta, si riscontra anche la possibilità di abbinare, al canone di locazione, meccanismi di *earn-out* (con partecipazione percentuale agli utili generati dalla continuità o con canalizzazione di tutte le somme superiori a quelle necessarie per la copertura dei costi fissi di gestione), che permettono ai creditori medesimi di beneficiare dei risultati positivi derivanti dalla prosecuzione dell'impresa. In tale ipotesi tutti o la maggior parte dei risultati positivi (a seconda della percentuale di utile che si intende destinare a titolo di *earn out*) derivanti dalla continuità indiretta sarebbero comunque messi a servizio del debito della società in concordato preventivo.

Considerata la libertà riconosciuta al debitore dal legislatore, appare possibile ritenere che il sopra descritto meccanismo di affitto d'azienda possa essere combinato anche con le operazioni di conversione dell'indebitamento, ad esempio mediante la stipula di un contratto ponte di breve durata (che eviterebbe, in virtù della sua efficacia ristretta, anche l'apertura delle procedure competitive di cui all'art. 163-*bis* l. fall., o comunque le rimanderebbe eventualmente ad un momento successivo), che garantisca la continuità dell'azienda nella fase preparatoria e iniziale del concordato preventivo, con successiva retrocessione e contestuale operazione di *swap*<sup>65</sup>.

Allo stesso modo si potrebbe ipotizzare che il contratto di affitto sia convenuto per una durata

---

<sup>64</sup> In tal senso la giurisprudenza di merito ha ritenuto ammissibile un concordato preventivo con continuità indiretta, sulla base di un contratto di affitto d'azienda stipulato prima del deposito del concordato preventivo (Trib. Brescia, 26 luglio 2016, *inedita*).

<sup>65</sup> Un contratto di affitto di breve durata, sarebbe finalizzato a permettere la continuità dell'impresa nella fase preparatoria del concordato o in una sua fase iniziale, pertanto non risulterebbe incompatibile con le finalità perseguite dall'art. 163-*bis* l. fall., ma anzi sarebbe complementare all'eventuale e successiva apertura delle procedure competitive, poiché permetterebbe la prosecuzione dell'attività aziendale durante il periodo necessario per gli adempimenti connessi alle attività di pubblicità e apertura della gara. Sul punto si rileva che le procedure competitive, finalizzate a sondare il mercato, sono state introdotte per combattere il fenomeno dei concordati chiusi, ossia per aprire la possibilità a terzi interessati di acquisire beni della società in crisi, ad un prezzo superiore rispetto a quello pattuito dal debitore, nell'interesse di tutti i creditori.

maggiore, anche successiva al giudizio di omologazione, che, come si è detto, potrebbe coincidere con la completa esecuzione degli obblighi concordatari. In tale ipotesi, la retrocessione dell'azienda avverrebbe dopo l'operazione di conversione in azioni, obbligazioni o strumenti finanziari emessi dalla società debitrice in concordato. Più in particolare secondo questo schema operativo: il contratto di affitto avrebbe la finalità di garantire la continuità dell'azienda, preservandone i rami efficienti; l'operazione di *swap* rappresenterebbe una delle misure previste per la ristrutturazione del debito; gli iniziali flussi positivi, in assenza di beni non funzionali all'azienda da liquidare, sarebbero costituiti dal canone di locazione e utilizzati per il soddisfacimento dell'eventuale ulteriore onere concordatario (creditori da pagare in denaro non coinvolti nell'operazione di *swap*). Alla scadenza del contratto d'affitto l'azienda tornerebbe nella gestione diretta della società debitrice (in tale momento l'operazione di *swap* sarebbe già realizzata, e in caso di conversione in azioni, la compagine sociale risulterebbe cambiata) e ai flussi positivi dei canoni d'affitto si sostituirebbe il *cash flow* derivante dalla continuità.

In questo scenario il giudizio dei creditori sulla convenienza della conversione dei crediti si focalizzerebbe prevalentemente sull'esistenza di prospettive industriali di continuità aziendale, nonché su altri elementi, tra i quali: la solvibilità dell'affittuario; la presenza di idonee garanzie relative al pagamento dei canoni; l'eventuale valore di realizzo di altri beni da liquidare e comunque, più in generale, sull'esistenza di motivi di maggiore convenienza rispetto ad un alternativo fallimento.

Diversamente, nei casi di concordato in continuità con un contratto di affitto di azienda che preveda anche una opzione di acquisto a favore dell'affittuario -fatta salva l'applicazione delle previsioni di cui all'art. 163-bis l. fall.- in assenza di altri rami non affittati, l'operazione di *swap* non sembrerebbe apparire la soluzione pratica più conveniente per i creditori, poiché gli verrebbe proposto di diventare azionisti, obbligazionisti o titolari di altri strumenti finanziari di una società ormai svuotata del suo complesso aziendale, che pertanto si limiterebbe a distribuire in un primo momento quanto ricavato dall'affitto e successivamente le somme rivenienti dalla vendita, del pari di quanto potrebbe avvenire in uno scenario concordatario di carattere liquidatorio o fallimentare (con esercizio provvisorio ai sensi dell'art. 104 l. fall. e successiva vendita dell'azienda in blocco).

## **2. L'esperienza del concordato preventivo con operazioni di conversione del debito nell'ultimo decennio**

Come già sottolineato, il ventaglio di scelta a disposizione del debitore per la gestione del proprio stato di difficoltà è ampio. Tuttavia nelle ipotesi in cui l'azienda in crisi conservi ancora degli *assets* e dei valori sani che possono essere "salvati", la scelta del debitore, in ambito concordatario, potrebbe ricadere sulla tipologia del concordato in continuità. In generale tale strumento permette al debitore non solo di conservare la titolarità e la gestione dell'impresa, consentendogli di preservare il valore dei rami aziendali efficienti, ma anche di produrre una serie di ulteriori effetti positivi indiretti, tra i quali, la conservazione della forza lavoro, la prosecuzione dei rapporti con i fornitori, nonché il mantenimento di un certo livello di concorrenza sul mercato. L'importanza di tale modalità di ristrutturazione risulta confermata anche nell'attuale progetto di riforma della legge fallimentare<sup>66</sup>.

La scelta di risanare la propria azienda mediante un concordato in continuità, può tradursi in diverse operazioni giuridico-economiche<sup>67</sup>. Infatti l'art. 160, co. 1, lett. a), l. fall. prevede che la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti può avvenire attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito. Su tale scia, l'art. 186-*bis* l. fall., dedicato al concordato con continuità aziendale, al comma 1, stabilisce che il piano concordatario di cui all'art. 161, co. 2, lett. e), l. fall. possa prevedere varie soluzioni, che si traducono nella prosecuzione dell'attività di impresa da parte del debitore (diretta o indiretta), nella cessione dell'azienda in esercizio, oppure nel conferimento dell'azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione, misure, quest'ultime, che possono essere accompagnate dalla liquidazione di beni non

---

<sup>66</sup>Come già anticipato nella nota 11 del capitolo 1, il disegno di legge delega al Governo n. 3671, intende limitare l'utilizzo del concordato liquidatorio solo in caso di apporto di nuove risorse da parte di terzi. Al di fuori di tale specifica ipotesi, infatti, l'art. 6, co. 1, lett. a), del citato disegno di legge prevede <<l'inammissibilità di proposte che, in considerazione del loro contenuto sostanziale, abbiano natura essenzialmente liquidatoria>>.

<sup>67</sup> Per un quadro generale sullo strumento del concordato preventivo in continuità si veda M. ARATO, *Il concordato preventivo con continuazione dell'attività d'impresa*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, F. BONELLI (a cura di), 2011, Milano, 137 e ss.

funzionali all'esercizio dell'impresa<sup>68</sup>.

Sul piano empirico, nell'ultimo decennio, le citate disposizioni hanno trovato applicazione concreta. Si è assistito, infatti, ad alcune operazioni di ristrutturazione di imprese dalle dimensioni molto grandi, con il ricorso alla soluzione della continuità aziendale e operazioni di conversione del debito in azioni, obbligazioni o strumenti finanziari. Tale scelta è stata dettata prevalentemente dall'esigenza di evitare liquidazioni atomistiche dei beni, dunque al fine di preservare al massimo il valore aziendale e in particolare quello legato ai beni immateriali (marchi, avviamento, dipendenti specializzati *et similia*), che altrimenti si sarebbe inevitabilmente disperso nell'ambito di una procedura liquidatoria fallimentare.

Per comprendere meglio l'istituto del concordato preventivo, le sue possibilità applicative concrete, i limiti, nonché i risultati ai quali può condurre, appare utile ripercorrere brevemente l'utilizzo fattone nell'ultimo decennio, attraverso l'analisi dei noti casi "Parmacotto S.p.A.", "Socotherm" e "I Viaggi del Ventaglio".

## 2.1. Parmacotto S.p.A.

Con riguardo al primo e più recente, la società "Parmacotto" era nata come azienda di produzione e commercializzazione di prosciutti cotti, con *core business* nello stabilimento di San Vitale Baganza, ma nel tempo si era espansa acquisendo società specializzate nel confezionamento di salumi e formaggi, nonché altre società per la distribuzione dei prodotti in territorio europeo ed oltre oceano. Tuttavia a causa di un grave stato di crisi la società in

---

<sup>68</sup> In relazione al tema della continuità diretta o indiretta, secondo un recente provvedimento del Tribunale di Alessandria, 18 gennaio 2016, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), il segno distintivo del concordato con continuità aziendale non andrebbe individuato da un punto di vista "soggettivo", ossia riferito alla persona che prosegue l'attività d'impresa, bensì in chiave "oggettiva", dunque continuità intesa come prosecuzione del complesso produttivo, sia direttamente da parte dell'imprenditore, che indirettamente da parte di un terzo (affittuario, cessionario, conferitario). Sul punto si rileva che -come del resto evidenziato dalla stessa formulazione della norma di cui all'art. 186-bis, comma 1, l. fall., la quale distingue tra prosecuzione dell'attività di impresa da parte del debitore e la cessione dell'azienda in esercizio, ovvero il conferimento della stessa in esercizio in una o più società- la previsione dell'affitto come elemento del piano concordatario, ove sia finalizzato al successivo trasferimento dell'azienda, deve essere ricondotta nell'ambito dell'art. 186-bis l. fall., con conseguente applicazione della relativa specifica disciplina. Pertanto a parere dei giudici <<il presupposto per la continuità è costituito da una "continuità aziendale" di tipo oggettivo più che soggettivo, in quanto ciò che in definitiva rileva è che l'azienda sia in esercizio, non importa se ad opera dello stesso imprenditore o di un terzo, tanto al momento dell'ammissione che all'atto del successivo trasferimento, poiché non appare concretamente contestabile che il rischio di impresa continui comunque a gravare, seppure indirettamente, sul debitore in concordato e che l'andamento dell'attività incida quindi sulla fattibilità del piano>>.

data 11 novembre 2014 depositava dinanzi al Tribunale di Parma una domanda di concordato preventivo in bianco.

Più in particolare il piano concordatario della “Parmacotto”, depositato dinanzi ai giudici parmensi, prevedeva la prosecuzione dell’attività di impresa con continuità diretta, nonché l’adozione di interventi di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale, tra i quali: razionalizzazione della forza lavoro; contenimento dei costi industriali e generali; concentrazione delle attività produttive in un unico stabilimento; dimissione di *assets* non strategici (beni mobili, immobili e partecipazioni); ingresso nel capitale di rischio di fornitori strategici con i quali erano stati raggiunti anche accordi di fornitura.

A tale ultimo riguardo, infatti, il piano concordatario stabiliva l’accettazione dell’offerta vincolante di alcuni fornitori strategici, con la quale veniva proposto: *i*) la conversione di tutti i loro crediti chirografari, maturati sino alla data di deposito della domanda, in strumenti finanziari partecipativi; *ii*) la dilazione di pagamento per alcune forniture effettuate per garantire la continuità durante la procedura, *iii*) l’impegno a sottoscrivere un aumento del capitale sociale (con liberazione delle azioni anche mediante compensazione, mediante i propri crediti maturati dopo il deposito della domanda in bianco e legati alle forniture effettuate per permettere la continuità aziendale) che gli avrebbe consentito di divenire gli unici nuovi soci di Parmacotto S.p.A, con una partecipazione pari al 100% del capitale; *iv*) nonché l’obbligo di garantire il predetto aumento di capitale, presentando idonea garanzia bancaria o, alternativamente, fornendo merci e prestazioni di servizi a favore della Parmacotto S.p.A., con facoltà di quest’ultima di trattenere gli importi dovuti per il pagamento di tali forniture fino al momento della sottoscrizione del citato aumento di capitale<sup>69</sup>

Inoltre, alla luce delle ingenti perdite risultanti dal bilancio infrannuale al 30 settembre 2015, approvato dall’assemblea dei soci, veniva prevista una complessiva ricapitalizzazione della società, interamente subordinata all’omologa del concordato preventivo, con la quale si prevedeva: a) la copertura delle perdite; b) la ricostituzione del capitale sociale sino alla misura di 3,6 milioni di euro, con rinuncia al diritto di opzione da parte di tutti i vecchi soci

---

<sup>69</sup> Sul punto si precisa che le garanzie venivano rilasciate dai fornitori strategici nella forma delle forniture, per un ammontare complessivo superiore al valore dell’aumento di capitale.

ai sensi dell'art. 2441, co. 5, c.c. ed emissione di azioni ordinarie riservate in sottoscrizione ai fornitori strategici; c) l'istituzione, ai sensi dell'art. 2346, co. 6, c.c. di una categoria di strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni della società denominati "Strumenti Finanziari Partecipativi Convertibili di "Parmacotto S.p.A."; d) il contestuale aumento del capitale sociale, a servizio della conversione degli strumenti finanziari partecipativi, per un valore pari al valore nominale dei citati strumenti finanziari offerti in sottoscrizione ai fornitori strategici.

Nel caso della "Parmacotto S.p.A." lo strumento del concordato preventivo in continuità rappresentava per la società una scelta quasi obbligata<sup>70</sup>, anche alla luce dell'offerta vincolante dei fornitori strategici, sospensivamente condizionata al verificarsi di diversi eventi, tra i quali, *in primis*, figurava la presentazione da parte della Parmacotto S.p.A. di una domanda "piena" di concordato con continuità aziendale diretta, nonché per preservare e conservare i rami sani dell'azienda ed evitare uno smembramento del complesso aziendale, che avrebbe comportato ripercussioni anche a livello sociale, alla luce dei livelli di occupazione presenti in azienda. Tale ultimo aspetto veniva preso in debita considerazione anche dal Tribunale di Parma nel decreto di fissazione dei termini per il deposito della domanda completa di tutti i documenti previsti all'art. 161, co. 2 e 3, l. fall. In tale provvedimento, infatti, i giudici precisavano che l'apertura della fase pre-concordataria (a seguito del deposito della domanda con "riserva" ai sensi dell'art. 161, co. 6, l. fall.) veniva ammessa - nonostante la presenza di un elemento di criticità relativo all'assenza della delibera assembleare di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, co. 5, c.c. nell'ambito delle operazioni di ricapitalizzazione del capitale sociale e di emissione di strumenti finanziari partecipativi - poiché l'esigenza di tutela dei lavoratori dipendenti, che beneficiano della Cassa Integrazione Guadagni Straordinaria e che avrebbero potuto

---

<sup>70</sup> Tale assunto veniva confermato sia dall'attestatore, secondo il quale, in caso di fallimento, i creditori chirografari sarebbero soddisfatti in una misura pari a circa il 7,8 % del credito complessivo, sia dai commissari giudiziali, i quali, nella relazione *ex art 172 l. fall.*, nel formulare un giudizio positivo sulla migliore convenienza del concordato preventivo rispetto alle alternative fallimentare, precisavano che in ipotesi fallimentare << *si prevede che il grado di soddisfo dei creditori chirografari sarebbe al più pari al 9,6%, tenendo conto del giudizio pienamente favorevole in relazione alle revocatorie fallimentari esperibili, che si ridurrebbe al 2,6%, nel caso in cui non dovessero essere esperite le revocatorie fallimentari, con indeterminatezza sia nell'an che nel quantum, oltre che per quanto concerne la tempistica di incasso dello stesso*>>

nuovamente beneficiarne in virtù dell'ammissione del concordato preventivo, risultava in linea con le finalità della nuova disciplina del concordato preventivo, la quale tende alla salvaguardia del bene sociale "impresa" e del bene sociale "lavoro"<sup>71</sup>.

Come anticipato il piano e la proposta concordatari di Parmacotto S.p.A. stabilivano che una parte di debito chirografario pari a circa 24 milioni, ossia quello maturato nei confronti dei fornitori strategici (soggetti essenziali per la prosecuzione dell'attività aziendale), fosse convertito in strumenti finanziari partecipativi, muniti delle seguenti caratteristiche: i) privilegiati negli utili rispetto ai soci, ma postergati rispetto all'onere concordatario e quindi al soddisfacimento degli altri creditori concordatari; ii) con diritto di conversione in azioni ordinarie della società, decorso un periodo iniziale di circa 5 anni dalla loro sottoscrizione.

Più in particolare il piano prevedeva -oltre al pagamento integrale delle spese prededucibili e dei creditori privilegiati, nonché a una proposta di transazione fiscale ai sensi dell'art. 182-ter l. fall.- la suddivisione dei creditori chirografari in tre classi, composte: i) dai fornitori strategici che avevano sottoscritto l'offerta vincolante e dagli altri fornitori strategici, i quali, con comunicazioni scritte, si erano impegnati a sottoscrivere gli strumenti finanziari partecipativi, mediante compensazione con i propri crediti; ii) dai creditori chirografari appartenenti alla grande distribuzione che vantavano crediti relativi a premi, soddisfatti integralmente mediante compensazione con corrispondenti crediti vantati dalla società in concordato; iii) da tutti gli altri creditori chirografari soddisfatti nella misura del 20% del credito complessivo vantato (con pagamenti in 5 rate annuali costanti a partire dal 2017 sino al 2021), nonché con un'ulteriore quota di soddisfo rispetto al citato 20%, sulla base di un meccanismo di *earn out* calcolato sul risultato netto cumulato dalla società negli anni successivi all'omologa.

A tal riguardo nella relazione redatta ai sensi dell'art. 172 l. fall., i commissari giudiziali, previa disamina delle valutazioni effettuate dalla società e dall'attestatore in merito alla migliore convenienza dello strumento concordatario con prosecuzione dell'attività

---

<sup>71</sup> Sul punto i giudici precisano che la valutazione che il giudice deve compiere in sede di ammissibilità della proposta di salvataggio in concreto presentata dal debitore deve corrispondere alla finalità di salvaguardia sia dell'impresa, sia della forza lavoro, così come teleologicamente perseguita dal legislatore della riforma (Trib. Parma 26 giugno 2016, su [www.portalecreditori.it](http://www.portalecreditori.it)).

aziendale<sup>72</sup>, ritenevano opportuno valutare anche l'ulteriore scenario dell'esercizio provvisorio dell'azienda in caso di fallimento ai sensi dell'art. 104 l. fall. A tal riguardo si osservava che l'eventuale esercizio provvisorio non avrebbe perseguito la finalità del rilancio dell'impresa, bensì si sarebbe limitato a garantire una <<gestione circoscritta e transitoria in una prospettiva liquidatoria>> , che avrebbe portato <<a inevitabili ripercussioni sui rapporti con la clientela preesistente, in special modo con la Grande Distribuzione Organizzata, pregiudicandone l'acquisizione di nuova, nonché la realizzazione dei processi di riorganizzazione industriale prospettati nel piano. Gli asset immateriali, particolarmente significativi nel caso di specie, risentirebbero per primi ed irreversibilmente di tali effetti, con conseguente pregiudizio del valore economico complessivo dell'azienda>>.

Inoltre i Commissari, nell'ambito delle valutazioni comparative sulla migliore convenienza dello strumento concordatario, prendendo in considerazione anche i possibili valori derivanti dall'alternativo scenario della liquidazione fallimentare atomistica del patrimonio societario, rilevavano che in tale ipotesi la percentuale di soddisfacimento pronosticabile per i creditori chirografari sarebbe stata pari al 7,97% del credito complessivo.

Sul punto, veniva precisato che, in caso di fallimento, si sarebbero persi i benefici connessi alla domanda di concordato, ossia: *i)* la rinuncia di un credito condizionata all'omologa della domanda di concordato; *ii)* la transazione previdenziale; *iii)* inoltre non si sarebbe realizzata la conversione dei crediti chirografari in strumenti finanziari partecipativi, mediante il citato meccanismo della compensazione, dunque tali creditori avrebbero concorso pariteticamente con gli altri; *iv)* nonché sarebbe venuto meno l'indubbio beneficio socio-economico, connesso al mantenimento dei posti di lavoro e dei rapporti commerciali con le altre imprese. Alla luce di quanto descritto i commissari, anche in considerazione dell'incerta e difficile stima dei potenziali valori positivi ottenibili dalle azioni revocatorie, esprimevano un conclusivo giudizio di fattibilità del piano e della proposta concordatari della Parmacotto

---

<sup>72</sup> Tali giudizi si fondavano prevalentemente su una valutazione comparativa tra i flussi destinati al soddisfacimento dei creditori concorsuali nelle alternative ipotesi della continuità aziendale e della cessazione dell'impresa e della liquidazione dell'azienda, basata sulle valutazioni dei vari beni aziendali, effettuate dai periti incaricati dalla Società, nonché considerando il valore riveniente dall'esercizio delle azioni revocatorie ai sensi dell'art. 67 l. fall.



S.p.A., ritenendola idonea al migliore soddisfacimento dei creditori rispetto ad ogni altra soluzione concorsuale.

Alla luce di quanto analizzato, il caso sembrerebbe confermare che l'ampia e astratta libertà riconosciuta al debitore nella scelta dello strumento di risanamento, si riduce inevitabilmente dinanzi alle singole peculiarità del caso concreto, restringendo di fatto il ventaglio delle scelte a disposizione della società in difficoltà, nonché i margini di valutazione sulla strategia di ristrutturazione del debito da adottare. In altri termini, in alcuni casi la migliore e massima valorizzazione dei beni aziendali, idonea a traghettare l'imprenditore fuori dalla crisi, può essere raggiunta in maniera efficiente solo con l'adozione del concordato preventivo in continuità, ossia mediante uno strumento che permetta contemporaneamente la prosecuzione dell'attività e la gestione del debito maturato nei confronti di un numero elevato e frammentato di creditori, risultati, quest'ultimi, che difficilmente sarebbero conseguibili con il ricorso agli alternativi strumenti dell'accordo *ex art. 182-bis l. fall.* o del piano attestato *ex art. 67, co. 3, lett. d), l. fall.*

## **2.2. Socotherm S.p.A.**

Il secondo caso citato riguarda "Socotherm", società quotata con un indebitamento nell'anno 2008 di circa euro 240 milioni e con difficoltà gestionali e di controllo contabile, in virtù delle notevoli dimensioni del gruppo societario di cui costituiva la holding, ossia della presenza di numerose società controllate dislocate in varie parti del mondo (tra i vari paesi il gruppo era presente in Argentina, Nigeria e Angola)<sup>73</sup>.

In tale caso l'iniziale proposta concordataria depositata nell'interesse della società - diversamente dal caso "Parmacotto", dove si prevedeva il passaggio in mano ai creditori di tutte le partecipazioni della società (fornitori strategici che permettevano la prosecuzione della continuità aziendale) - stabiliva che la copertura delle perdite avvenisse a carico dei creditori chirografari (senza abbattimento del capitale sociale), per permettere al vecchio azionista di conservare il controllo della società (con una quota di circa il 60%) senza alcun

---

<sup>73</sup> Per ulteriori approfondimenti sul concordato preventivo Socotherm si veda F. BONELLI, *Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, F. BONELLI (a cura di), 2011, 17 ss.

esborso, il tutto mediante una operazione di conversione dei crediti in azioni e obbligazioni. Tale proposta, tuttavia, non trovava il favore dei creditori, prevalentemente bancari, pertanto la società si vedeva costretta a modificare l'iniziale proposta, grazie all'intervento di una cordata di investitori. Più in particolare si procedeva ad un aumento di capitale di circa euro 50 milioni riservato in sottoscrizione ai nuovi investitori, con l'ulteriore assunzione di un impegno fideiussorio a garanzia del corretto adempimento degli obblighi concordatari. Tali modifiche, consentivano di ottenere l'omologa del concordato con pagamento di tutti i creditori prededucibili, privilegiati, nonché il 22% dei creditori chirografari.

Da tale caso emerge un'ulteriore considerazione. Seppur, come già commentato, il ventaglio di operazioni a disposizione del debitore sia ampio e vario, la scelta da parte della società e dei suoi *advisors* non può concentrarsi nell'individuazione della soluzione, ossia nella scelta dello strumento di gestione della crisi da adottare per procedere alla ristrutturazione del debito, solo su un piano tecnico-giuridico.

Nella preliminare attività di analisi necessaria per la scelta dello strumento e dei suoi contenuti, il debitore deve tenere in debita considerazione anche la composizione dei creditori. Più nello specifico la presenza di pochi creditori oppure la concentrazione dei crediti nella mani di un numero limitato di soggetti potrebbe permettere una gestione negoziata su un piano privatistico, mediante un accordo ai sensi dell'art. 182-*bis* l. fall. Contrariamente la polverizzazione del debito suggerirebbe l'adozione di uno strumento concordatario.

Inoltre, il contenuto della proposta concordataria andrebbe definito anche alla luce degli interessi di cui sono portatori i creditori, poiché solo da quest'ultimi dipende l'approvazione e la conseguente omologazione del concordato preventivo. Le operazioni di conversione in azioni, obbligazioni o strumenti finanziari, infatti, qualora siano finalizzate unicamente a tutelare il vecchio azionista e il capitale di rischio investito da quest'ultimo, quasi totalmente prescindendo dagli interessi dei creditori, come nel caso esaminato, sono destinate a fallire<sup>74</sup>. Più in particolare percentuali di soddisfazione troppo basse (o comunque inferiori alle soglie minime stabilite dalle *policy* interne dei creditori finanziari), durata dei pagamenti

---

<sup>74</sup> Per un'analisi di maggiore dettaglio sul caso Socotherm si veda F. BONELLI, *Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, F. BONELLI (a cura di), 2011, Milano, 17 e ss.

eccessivamente dilazionate nel tempo, previsione di una conversione forzata in azioni senza diritto di voto o in strumenti di difficile pronta liquidazione, mantenimento del controllo della società in mano al vecchio azionista dal quale dipende il dissesto, mancata partecipazione del debitore alla ricapitalizzazione della società, sono solo alcuni esempi di decisioni che il debitore dovrebbe evitare nella definizione dei contenuti del piano concordatario. Tali scelte, infatti, sbilanciate a tutela di una sola parte (il debitore), risulterebbero prive di aspetti di maggiore convenienza per il ceto creditorio, rispetto a una alternativa fallimentare, dunque sarebbero difficilmente digerite e votate favorevolmente dai creditori, con inevitabile dichiarazione di inammissibilità per mancata approvazione del concordato, ai sensi degli artt. 179, co. 1 e 162, co. 2, l. fall. e conseguente fallimento dell'azienda<sup>75</sup>.

Pertanto, appare evidente che un ulteriore limite alla libertà del debitore nella costruzione del piano possa facilmente individuarsi nel giudizio che tutti i creditori sono chiamati ad esprimere, dai quali dipende la sorte del programma di ristrutturazione del debito.

### **3. Il caso “I Viaggi del Ventaglio”**

Il terzo e ultimo caso è rappresentato dalla società “I Viaggi del Ventaglio”, che costituisce un'ulteriore conferma sulle numerose e variegata soluzioni adottabili dal debitore, nella scelta delle forme e delle modalità del piano di ristrutturazione del debito, alla luce dell'ampia libertà riconosciutagli dalla legge fallimentare e in particolare dall'art. 160, c. 1, l. fall.

Alla luce di quanto già descritto, risulta chiaro che l'autonomia del debitore nella costruzione dello strumento per gestire lo stato di crisi è molto estesa e può spingersi sino a prevedere

---

<sup>75</sup> Con riguardo alle percentuali di soddisfazione proposte ai creditori finanziari, bisogna inoltre considerare che le banche -le quali solitamente concentrano la maggioranza dei voti, in virtù della maggiore esposizione maturata dal debitore- spesso stabiliscono a livello di *policy* interna delle soglie minime percentuali di soddisfazione in ambito concordatario, che orientano di fatto i gestori delle singole posizioni nell'espressione del voto favorevole o contrario, che dunque devono essere considerate dal debitore nella redazione del piano. E' buona prassi degli *advisors* della società incontrare gli istituti di credito nella fase di redazione del piano, per spiegare la migliore convenienza del concordato preventivo, recependo eventuali *input* o segnali relativi alle possibili aspettative dell'istituto bancario, da tenere in considerazione, ove possibile, nella redigenda proposta concordataria.

l'ingresso dei creditori nella società debitrice (animati da un interesse imprenditoriale e/o d'investimento), mediante un'operazione di conversione dei propri crediti in capitale di rischio. Tuttavia, come si è rischiatto nel caso “Socotherm”, non sempre le scelte del debitore (e dei suoi *advisors*) conducono al risultato sperato, ossia alla ristrutturazione del debito. Infatti, nel caso della società I Viaggi del Ventaglio l'autonomia del debitore si è scontrata in concreto con il giudizio degli organi della procedura, che hanno arrestato il processo di ristrutturazione, determinandone la revoca del provvedimento di ammissione alla procedura di concordato preventivo e la conseguente dichiarazione di fallimento.

### **3.1. La Società e le cause della crisi**

I Viaggi del Ventaglio era una società che operava nel settore del turismo e in particolare nei viaggi organizzati, controllando un gruppo di società italiane e straniere operative nel medesimo settore. Il Gruppo societario nell'anno 2010 era leader nel mercato italiano dei villaggi turistici e secondo *tour operator* a livello nazionale. In particolare la società, quotata dal 2001 al Mercato Telematico Azionario gestito e regolamentato da Borsa Italiana, operava tramite le proprie società nella gestione e commercializzazione di villaggi, nonché nell'attività di *tour operating* generalista. L'intero gruppo nel primo periodo precedente alla crisi, era cresciuto e si era sviluppato anche grazie a una strategia di integrazione verticale e di diversificazione di *brand* di prodotto, che aveva portato all'acquisizione di importanti marchi del *tour operating* italiano, come Columbus, Caleidoscopio, Utat Viaggi e Best Tours; della compagnia aerea Lauda Air e alla creazione di Livingston Energy Flight nel settore aeronautico, nonché allo sviluppo di una rete di agenzie affiliate “Venta Point” e al lancio del brand “105 Travel”<sup>76</sup>.

Purtroppo, in virtù degli attentati dell'11 settembre 2001 e delle pesanti ricadute negative sul settore turistico in generale, l'intero gruppo subiva una riduzione dell'attività, con conseguenti perdite. La situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società e del gruppo in generale veniva aggravata da ulteriori eventi negativi, tra i quali si ricordano: lo

---

<sup>76</sup>I Viaggi del Ventaglio S.p.A. aveva iniziato a operare come agente di viaggi specializzato nella organizzazione di viaggi culturali e naturalistici, sino ad ampliarsi e divenire *tour operator*. Inoltre negli anni novanta la società estendeva la propria attività sia nel settore immobiliare, acquistando la proprietà numerosi alberghi e villaggi turistici, sia in quello aeronautico, acquisendo la compagnia aerea Lauda Air S.p.A.

tsunami del 2005, gli uragani del 2005 in Messico, l'influenza cosiddetta "suina" del 2009, l'aumento del costo del carburante con conseguente rincaro del prezzo del costo aereo e da ultimo la crisi economica del 2008 e 2009.

Per far fronte a tale situazione di crisi la società aveva dovuto cedere alcune proprietà immobiliari e la compagnia aerea Lauda Air, nonché ricorrere a rilevanti prestiti e alla rinegoziazione del debito maturato nei confronti con delle principali banche, mediante la stipula di un accordo di ristrutturazione. Tuttavia, neanche l'adozione di tali misure e interventi erano riusciti a ristabilire una condizione di equilibrio economico e finanziario, costringendo la società a depositare dinanzi al Tribunale di Milano, in data 13 gennaio 2010, una domanda di concordato preventivo, alla quale sarebbero seguite nel breve periodo il deposito di medesime domande di concordato per le altre società del gruppo<sup>77</sup>.

### **3.2. Il Piano concordatario**

La ristrutturazione del debito della società I Viaggi del Ventaglio imponeva l'adozione di un piano in continuità, che prevedeva la stipula di un contratto di affitto dei rami d'azienda operativi con una Newco interamente partecipata dall'affittante stessa, operazione che si rendeva necessaria per generare il *cash flow* sufficiente e sostenere parte del fabbisogno concordatario.

L'adozione di un piano di carattere liquidatorio veniva escluso dalla composizione dell'attivo della società, rappresentato prevalentemente da beni immateriali, che in un ambito di dismissione atomistica avrebbero garantito dei valori di realizzo di gran lunga inferiori a quelli ottenibili nell'ambito di una procedura concordataria in continuità.

Più nello specifico i principali *asset* della società erano rappresentati dai marchi noti e apprezzati sul mercato turistico, dall'avviamento del gruppo e dal valore di alcuni collaboratori specializzati nel settore turistico (la società aveva in forza nel 2009 circa 214 dipendenti e l'intero gruppo impiegava un numero di circa 1.908 persone), oltre ai crediti e ad alcune partecipazioni societarie.

---

<sup>77</sup> Gli eventi negativi elencati avevano prodotto effetti negativi su tutto il gruppo. Oltre alla società I Viaggi del Ventaglio versavano in una condizione di difficoltà finanziaria anche le controllate Columbus, Ventaclub e Resort. Anche tali società hanno dovuto ricorrere al deposito di autonome domande di concordato preventivo, dinanzi ai tribunali competenti di Genova e Milano.

Dunque, al fine di preservare tali valori, il piano concordatario della società prevedeva la prosecuzione dell'attività in maniera indiretta, per un periodo coincidente con la procedura concordataria, ossia sino all'omologa del concordato preventivo. In particolare si prevedeva:

- 1) la costituzione di una Newco, interamente posseduta dalla società I Viaggi del Ventaglio;
- 2) la stipula di un contratto di affitto dei rami d'azienda operativi della società e di Columbus con la citata Newco, che avrebbe permesso di proseguire l'attività operativa, preservando, durante la procedura concordataria, l'avviamento, il valore dei marchi, delle attività e buona parte dell'occupazione diretta e indotta, con cessazione dell'efficacia del contratto prevista nel momento dell'omologazione del concordato<sup>78</sup>;
- 3) la conversione in capitale sociale della società I Viaggi del Ventaglio dei crediti chirografari vantati dai creditori terzi della società, nonché di quelli vantati dai creditori terzi delle società controllate<sup>79</sup>.

Come rilevato l'operazione di conversione dei crediti in azioni della società quotata I Viaggi del Ventaglio veniva esteso anche ai creditori delle società partecipate, in virtù dell'accollo cumulativo da parte della capogruppo, ai sensi dell'art. 1273, co. 3, c.c., dei debiti maturati dalla controllate "Columbus", "Ventaclub" e "Resort", per un totale di circa euro 75 milioni<sup>80</sup>. Tale accollo veniva sospensivamente condizionato all'omologa di tutte le domande di concordato preventivo presentate dal gruppo. Pertanto, l'accollo avrebbe operato solo parzialmente e limitatamente alle società controllate che avrebbero ottenuto l'omologa, mentre, in assenza di tale provvedimento, solo i crediti *intercompany* vantati dalle società figlie nei confronti della società I Viaggi del Ventaglio sarebbero stati convertiti in capitale (dunque esclusi quelli dei terzi creditori delle società figlie, che si sarebbero potuti soddisfare unicamente sul patrimonio di quest'ultime), del pari di tutti gli altri debiti maturati

---

<sup>78</sup> A tal riguardo si precisa che il piano aveva agganciato la durata del contratto di affitto di azienda all'omologa del concordato preventivo della società I Viaggi del Ventaglio. Pertanto, appena la società avrebbe ottenuto tale provvedimento l'efficacia del contratto sarebbe cessata, con conseguente ripresa dell'attività operativa dei rami d'azienda da parte dell'affittante. Dunque con l'omologa I Viaggi del Ventaglio avrebbero ripreso l'esercizio diretto dell'attività d'impresa.

<sup>79</sup> Nella domanda di concordato di Ventaclub si prevedeva la conversione in capitale anche dei crediti privilegiati pari a circa euro 4 milioni (con l'eccezione di quelli vantati dai dipendenti), in quanto la società non aveva cassa e attivo disponibile per far fronte neanche a tale categoria di creditori.

<sup>80</sup> L'operazione di accollo da parte della capogruppo risultava necessaria per il salvataggio delle società controllate, poiché prive di elementi dell'attivo (beni o crediti) sufficienti per coprire i rispettivi fabbisogni concordatari, dunque il pagamento dei debiti ristrutturati in ambito concordatario.

dalla capogruppo nei confronti dei propri creditori<sup>81</sup>.

Ulteriormente il piano concordatario della società I Viaggi del Ventaglio prevedeva che le posizioni debitorie delle controllate - relative al credito di regresso della capogruppo, in virtù del citato acollo con conseguente conversione in capitale sociale della società madre, anche dei crediti vantati dai creditori delle società figlie - si sarebbero in parte compensati con i rispettivi crediti *intercompany* e in parte estinti per confusione, in virtù della programmata fusione per incorporazione di tutte le controllate nella capogruppo<sup>82</sup>.

L'intera operazione di ristrutturazione del debito, pertanto, prevedeva la riduzione e il contestuale aumento del capitale sociale da circa euro 10 milioni a 188 milioni (dei quali 102 milioni riservati in sottoscrizione ai creditori chirografari della società I Viaggi del Ventaglio e circa 75 milioni riservati ai creditori chirografari delle controllate "Ventaclub", "Columbus" e "Resort").

Con riguardo ai profili di convenienza presenti nella proposta concordataria, a seguito di tale operazione straordinaria il controllo della società sarebbe passato ai creditori che avrebbero detenuto circa il 90% delle azioni della società. Inoltre, la società, liberata dai debiti in virtù della conversione dei crediti in capitale, avrebbe potuto riprendere la propria attività d'impresa, incorporando le società controllate, ormai ristrutturate all'esito delle rispettive procedure di concordato preventivo. In aggiunta, in virtù della quotazione della società sul Mercato Telematico Azionario gestito e regolamentato da Borsa Italiana, le singole partecipazioni assegnate in conversione ai creditori sarebbero state più agevolmente smobilizzabili in futuro, attenuando in tal modo i caratteri forzosi dell'operazione di conversione dei crediti in capitale sociale.

---

<sup>81</sup> Il piano prevedeva che i crediti delle eventuali società figlie nei confronti della madre, il cui concordato non fosse stato omologato, sarebbero stati trattati come qualsiasi credito di soggetti terzi verso la I Viaggi del Ventaglio medesima. Dunque il credito residuo vantato dalle società controllate, al netto di eventuali posizioni di debito/credito *intercompany* compensabili, sarebbe stato integralmente convertito nel capitale della capogruppo.

<sup>82</sup> Incorporazione che avrebbe avuto ad oggetto solo le società figlie il cui concordato sarebbe stato definitivamente omologato.

### **3.3. Il giudizio del Commissario giudiziale: ulteriore limite all'autonomia del debitore?**

Seppur il salvataggio della società I Viaggi del Ventaglio presentasse dei profili di convenienza, l'operazione di ristrutturazione non ebbe un lieto fine, poiché la società venne dichiarata fallita con decreto del Tribunale di Milano, in data 16 luglio 2010<sup>83</sup>.

Come nel caso Parmacotto, il numero elevato di dipendenti e dunque la presenza di forti interessi sociali, avrebbero potuto trovare tutela nello strumento del concordato preventivo proposto dal debitore. Inoltre, nella successiva modifica della proposta concordataria presentata dalla società, veniva previsto che il vecchio socio di comando non avrebbe più detenuto alcuna partecipazione, dunque gli sarebbe stato tolto il potere di controllo sulla società, evitando in tal modo che quest'ultima rimanesse in mano a chi aveva causato il dissesto. Pertanto, mediante l'operazione di conversione dei crediti, la società sarebbe diventata di proprietà dei creditori, che avrebbero detenuto la maggioranza e dunque deciso sulla nuova gestione sociale. In aggiunta, l'investimento forzoso nel capitale sociale veniva mitigato dalla possibilità, a favore dei creditori, di smobilizzare con maggiore facilità le proprie partecipazioni, al prezzo determinato dalle negoziazioni sul mercato, poiché la società era quotata sul Mercato Telematico Azionario gestito e regolamentato da Borsa Italiana.

Tuttavia, nonostante i segni di ripresa e di miglioramento nella gestione dell'impresa (aumento delle prenotazioni della clientela in vista dell'imminente stagione turistica), nonché il recupero del rapporto fiduciario con le banche, che nel frattempo avevano deliberato un nuovo finanziamento di circa 6 milioni a favore del gruppo e a supporto della prosecuzione dell'attività aziendale, l'orientamento degli organi della procedura e in particolare del commissario giudiziale andavano in un senso opposto alla ristrutturazione della società I Viaggi del Ventaglio. Secondo alcuni commentatori, infatti, il rapporto tra la società e il commissario diveniva presto conflittuale, sino a sfociare nella richiesta di revoca dell'ammissione al concordato<sup>84</sup>.

---

<sup>83</sup> Si veda F. BONELLI, *Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara*, cit., 1050 e ss.

<sup>84</sup> In tal senso si esprime veda M. ARATO, *Il concordato preventivo con continuazione dell'attività d'impresa*, cit., 25.



Tale caso offre degli spunti di riflessione sulla figura del commissario giudiziale nel concordato preventivo e dell'impatto che può avere sul piano concordatario definito dal debitore<sup>85</sup>.

Come si è detto, il debitore nella scelta dello strumento di gestione della crisi e soprattutto nella costruzione della proposta e del piano concordatari incontra dei limiti, anche non espressamente previsti dalla legge fallimentare, tra i quali, si ricordano, la prassi interpretativa della giurisprudenza, l'eventuale transazione fiscale e previdenziale, la meritevolezza del contenuto della proposta offerta ai creditori. A tal riguardo appare interessante domandarsi se anche l'operato degli organi della procedura e in particolare quello del commissario giudiziale possa costituire un limite o comunque un ostacolo al percorso di ristrutturazione scelto dal debitore in crisi.

In ambito concordatario, come notorio, il commissario giudiziale, nella sua veste di pubblico ufficiale ai sensi dell'art. 165 l. fall., è chiamato, tra le varie funzioni, a svolgere un controllo sul debitore, durante tutta la procedura, che prosegue dopo l'omologazione del concordato, dunque anche durante la fase esecutiva, secondo le modalità stabilite nella sentenza di omologa.

Il commissario giudiziale, infatti, nei confronti del debitore svolge in primo luogo un'attività di vigilanza, in quanto, a differenza del fallimento con il quale interviene lo spossessamento, ovvero il subentro del curatore nella gestione del patrimonio del debitore, nel concordato preventivo l'imprenditore conserva l'amministrazione dei propri beni e l'esercizio dell'impresa, sotto la sorveglianza del commissario giudiziale e del tribunale.

Nell'esercizio delle sue funzioni, a conferma dell'importanza di tale ruolo, si sottolinea che, su un piano temporale, la valutazione della proposta, del piano e di tutti gli atti della procedura, prima ancora del tribunale e dei creditori, viene svolta dal commissario medesimo.

Quest'ultimo, infatti, è chiamato a esprimere pareri sui singoli atti e istanze depositati dal debitore (ossia, a titolo esemplificativo, sull'autorizzazione *ex artt.* 167 o 161, co. 7, l. fall., sull'eventuale proroga del termine e comunque su qualsiasi altro atto e/o istanza sulla quale

---

<sup>85</sup> Per un quadro sulle funzioni del commissario giudiziale si veda la Circolare N. 38/IR del 3 Marzo 2014 del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, in [www.fondazione nazionale commercialisti.com](http://www.fondazione nazionale commercialisti.com).

il tribunale richieda una sua preventiva valutazione), così come sull'intero programma di ristrutturazione, essendo chiamato a redigere una relazione sul concordato preventivo ai sensi dell'art. 172 l. fall., nonché a rendere un motivato parere ai sensi dell'art. 180 l. fall, in caso di approvazione del concordato.

Dunque, come rilevato anche dalla dottrina, le funzioni del commissario giudiziale potrebbero essere suddivise in tre tipologie di attività: *i*) vigilanza (sull'intera procedura, con possibilità di controllo anche durante la fase pre-concordataria, in caso di nomina da parte del tribunale<sup>86</sup>); *ii*) consulenza a favore del tribunale (mediante la redazione di pareri); *iii*) informazione o segnalazione (agli organi della procedura, ad altri organi giudiziari o ai creditori)<sup>87</sup>.

Alla luce delle ampie funzioni e dei poteri attribuiti al commissario, risulta evidente l'importanza di tale figura, contemplata dal Legislatore per garantire il regolare e legittimo andamento della procedura concordataria.

Tuttavia, come rilevato in dottrina, su un piano astratto, potrebbe esistere il rischio che il commissario, nella valutazione o compimento di alcuni atti, possa allontanarsi dagli obiettivi e dai nuovi orientamenti della riforma fallimentare, che hanno garantito maggiore flessibilità agli strumenti di gestione della crisi introdotti nella disciplina fallimentare e in particolare al concordato preventivo<sup>88</sup>.

Tale orientamento di favore verso gli strumenti negoziali di gestione della crisi trova ulteriore conferma anche nel disegno di legge delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza n. 3671 che -in relazione al tema del procedimento di accertamento giudiziale della crisi e dell'insolvenza e più nello specifico alle questioni relative alla risoluzione dei problemi di coordinamento tra le molteplici procedure concorsuali attualmente in essere, e con particolare riferimento alla frequente

---

<sup>86</sup> L'art. 82 del D.L. 21 giugno 2013, n. 69, convertito con modificazioni dalla L. 9 agosto 2013, n. 98, anche al fine di contenere i possibili utilizzi abusivi della domanda di concordato preventivo cosiddetto con "riserva", ha introdotto al comma sesto dell'art. 161, l. fall. la facoltà per il tribunale di nominare il commissario giudiziale anche in tale fase iniziale della procedura.

<sup>87</sup> Su ruolo del commissario giudiziale nel concordato preventivo, anche con "riserva", si veda P.F. CENSONI, *Ruolo e responsabilità del commissario giudiziale del concordato preventivo dopo le recenti modifiche della legge fallimentare e nella prospettiva della futura riforma*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>88</sup> In tal senso si veda F. BONELLI, *Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, cit., 25.

sovrapposizione tra procedura di concordato preventivo e procedimento per la dichiarazione di fallimento- stabilisce che <<*anche in ambito processuale dovrà perciò darsi, finché possibile e avendo cura di scoraggiare comportamenti strumentali, la prevalenza agli strumenti negoziali di risoluzione della crisi d'impresa e di ristrutturazione rispetto a quelli meramente disgregatori*>><sup>89</sup>.

Dunque anche il commissario, nell'esercizio ottimale delle proprie funzioni, dovrebbe orientarsi tenendo sempre in mente i nuovi orientamenti della riforma fallimentare, volta alla conservazione della impresa, così come confermato anche nel citato progetto di riforma della disciplina fallimentare attualmente allo studio del Governo<sup>90</sup>. In tal modo, infatti, si garantirebbe ampio spazio al ruolo dei creditori e alla loro volontà, nella stessa scia di quanto ribadito dalle Sezioni Unite con il chiarimento sul perimetro d'azione del tribunale, in relazione all'attività di valutazione delle domande di concordato preventivo, limitata solo al giudizio sulla fattibilità giuridica, escludendo quello sulla convenienza economica, riconosciuto ai creditori<sup>91</sup>.

Alla luce di quanto descritto, se da un canto appare difficile ritenere che l'attività del commissario giudiziale possa potenzialmente tradursi in un limite all'autonomia del debitore nella definizione dei contenuti del programma di ristrutturazione o risanamento della società, d'altro canto l'esercizio del potere di controllo e vigilanza del commissario, ove esercitato in maniera "isolata" rispetto al contesto generale del programma concordatario, oppure in maniera "sorda" rispetto al *favor* riconosciuto dal Legislatore agli istituti di gestione di gestione della crisi e in particolare al concordato preventivo con continuità, potrebbe, su un piano astratto, rappresentare un potenziale ostacolo al raggiungimento degli obiettivi di ristrutturazione che il debitore intende perseguire.

---

<sup>89</sup> Si veda la precedente nota 6.

<sup>90</sup> A tal riguardo si pensi al giudizio espresso dal Commissario della procedura Socotherm, il quale, nel rilevare, a beneficio dei creditori chiamati al voto, la presenza di criticità legate al piano, tuttavia concludeva per la convenienza del concordato rispetto all'alternativa fallimentare. Con tale giudizio positivo si intendeva anche concedere maggiore ruolo alla volontà dei creditori, espressa attraverso il voto.

<sup>91</sup> Sul punto si veda Cass. Sez. Un., 23 gennaio 2013, n. 1521, in *Fallimento* 2013, 149, con nota di M. FABIANI, *La questione "fattibilità" del concordato preventivo e la lettura delle Sezioni Unite*.



## CAPITOLO 3

### LA CONVERSIONE “COATTIVA” DELL’INDEBITAMENTO IN *EQUITY*, *DEBT* E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI

SOMMARIO: 1. Il ventaglio di soluzioni a disposizione del debitore. - 2. Le operazioni di conversione dell’indebitamento della società in crisi. - 3. La conversione nel concordato con continuità dell’impresa: valutazioni aziendalistiche; - 4. L’operazione di conversione sotto il profilo societario. - 4.1. Le tecniche di ricapitalizzazione della società in crisi. - 4.2. La rinuncia o l’esclusione del diritto di opzione. - 4.3. La liberazione del debito da sottoscrizione mediante compensazione. - 5. L’operazione di conversione forzosa sotto il profilo concordatario. - 5.1. Le caratteristiche “mutevoli” della conversione forzosa nelle diverse fasi del concordato preventivo - 5.2 I dubbi sulla valutazione dei crediti oggetto di conversione. - 5.3. La sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione (sino all’omologa). -5.4. La valutazione degli interessi dei creditori nella definizione del programma di ristrutturazione. -5.5. L’operazione di *swap* dei crediti nei concordati in continuità o liquidatori? - 5.6. La misura percentuale di soddisfacimento nella conversione dei crediti. - 5.7. La conversione come modalità di soddisfazione anche dei creditori privilegiati? 6. I titoli offerti in conversione. - 6.1 *Equity swap*. - 6.1.1 Lo *swap* in quote delle s.r.l. - 6.1.2 Le criticità dello *swap* nelle proposte concorrenti ai sensi dell’art. 163 l. fall. - 6.2 *Debt swap*. - 6.3 La conversione in strumenti finanziari “ibridi”, partecipativi e non partecipativi.

#### 1. Il ventaglio di soluzioni a disposizione del debitore

Nei precedenti capitoli si è descritta la libertà e l’autonomia riconosciuta al debitore nella scelta dello strumento di gestione della crisi e in particolare nella definizione del piano e della proposta concordatari, evidenziando l’ampio ventaglio di scelte a disposizione dell’imprenditore in crisi.

Sul piano normativo si è rilevato che, qualora l’imprenditore propenda per una soluzione concordataria, la disciplina fallimentare, ai sensi dell’art. 160, co. 1, l. fall., gli consente di stabilire un programma di ristrutturazione dei debiti, con soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l’attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o di altri strumenti finanziari e titoli

di debito<sup>92</sup>.

Allo stesso modo, alla luce dell'art. 186-*bis* l. fall., il debitore può decidere se: proseguire l'attività di impresa direttamente; cedere l'azienda in esercizio; oppure conferirla in una o più società, anche di nuova costituzione. A tali scelte possono anche abbinarsi misure di carattere liquidatorio, che comportino la dismissione dei *surplus assets*, ossia dei beni non funzionali all'esercizio dell'impresa.

Con riguardo agli specifici contenuti, invece, in virtù dell'ampia autonomia privata sulla quale si impronta lo strumento del concordato preventivo, il piano di gestione della crisi, tra le varie soluzioni, potrà prevedere: una moratoria per il debito bancario, a sostegno della continuità aziendale e per un periodo necessario alla ripresa dell'attività; il consolidamento dei debiti e la rinegoziazione di prestiti a termine, con scadenze e tassi più favorevoli; la richiesta di nuova finanza, almeno nelle forme delle linee di credito autoliquidanti; la richiesta ai fornitori strategici del mantenimento delle forniture, con congelamento dello scaduto; la rinuncia da parte dei creditori a parte del credito maturato e agli interessi; ipotesi di *datio in solutum* di beni; la liquidazione di beni non funzionali per la continuità, con canalizzazione delle somme rivenienti dalla loro dismissione a beneficio dei creditori, secondo i criteri di distribuzione previsti dal piano; conferimenti di apporti patrimoniali o di garanzie da parte dei soci o di terzi; l'affitto di azienda; la trasformazione di crediti in capitale, in titoli di debito o in altri strumenti finanziari; la postergazione volontaria dei crediti da parte dei soci e via discorrendo<sup>93</sup>.

Sul piano sistematico in dottrina si è introdotta una distinzione sulle possibili scelte finalizzate alla gestione e ristrutturazione del debito, prevalentemente basata sulla diversa natura dell'intervento posto in essere dall'imprenditore. A tal riguardo si è rilevato che gli

---

<sup>92</sup> In relazione alle diverse modalità di soddisfazione dei crediti a disposizione del debitore, è stato precisato che l'elencazione fornita dall'art. 160, co. 1, l. fall. deve ritenersi esemplificativa e pertanto non tassativa. In tal senso I. GRECO, *La soddisfazione dei creditori attraverso l'attribuzione di azioni, quote e obbligazioni*, in L. GHIA- C. PICCININI- F. SEVERINI (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, Torino, 4, 2011, 316.

<sup>93</sup> Per una panoramica sugli aspetti finanziari dei piani di risanamento si veda G. BRUGGER, *Sub art. 160- Profili aziendali*, in A. JORIO (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare*, II, Bologna, 2007, 2309 ss. Inoltre, sempre in tema di rimedi alle situazioni di esposizione debitoria maturate da società partecipate da fondi di *private equity* (ma le soluzioni ivi analizzate sono per larga parte applicabili a qualsiasi società) si veda A. ACCORNERO- C. ROBBIANO, *Strategie societarie per la ristrutturazione del debito bancario*, in *Società*, 2011, 916 ss., che illustrano due scenari di ristrutturazione definiti "leggere" e "pesanti", a seconda della situazione debitoria in cui si trova la società, dalla quale dipendono le scelte sui rimedi concreti da adottare.

interventi possono avere un carattere conservativo o novativo<sup>94</sup>.

Nel primo caso si assisterà ad un processo di ripianamento del debito che prevede interventi diretti sulla società in crisi, destinati a patrimonializzarla nuovamente (mediante ricapitalizzazione o rifinanziamento), con possibile mutamento della compagine sociale e dunque del controllo sulla gestione.

Nel secondo caso, invece, il recupero dell'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario dell'impresa si realizzerà mediante il trasferimento o l'assegnazione, totale o parziale, del patrimonio della società in crisi a una società terza che assumerà il peso del debito concordatario. In altri termini, la ristrutturazione del debito della società sarà perseguita da una diversa entità giuridica, che potrà essere rappresentata da una società terza assuntore, oppure da altra società frutto di una operazione straordinaria di fusione o scissione.

Sul piano delle pretese creditizie, in entrambe le ipotesi, rimane fermo quanto già descritto, ossia i creditori potranno essere soddisfatti, tra le varie soluzioni comunemente adottate dagli operatori: mediante un pagamento in denaro, ossia con le somme rivenienti dalla prosecuzione dell'impresa o dalla dismissione dei *surplus assets*; con un pagamento effettuato da parte di soggetti terzi; attraverso l'attribuzione di beni quale forma di *datio in solutum* e più in particolare mediante l'attribuzione, a titolo solutorio, di partecipazioni nella società in crisi, o nella diversa società nella quale è stato conferito tutto il patrimonio della prima, di obbligazioni, anche convertibili in azioni, oppure di altri strumenti finanziari (tema approfondito *infra* al paragrafo 2)<sup>95</sup>.

In altri termini, l'imprenditore in crisi, attraverso il ricorso allo strumento del concordato preventivo, avrà la possibilità di realizzare una riorganizzazione dell'intero indebitamento, operando direttamente sulla società in crisi o su altra entità giuridica alla quale viene

---

<sup>94</sup> In tal senso si esprimono F. GUERRERA e M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008, 26 e ss.

<sup>95</sup> Per una analisi tra concordato con cessione dei beni e concordato con soddisfazione dei creditori mediante *datio in solutum* si veda A. BASSI, *Il concordato preventivo tra cessio bonorum e datio in solutum. Il caso "S. Raffaele"*, in *Giur. Comm.*, 2012, 6, 837 ss., il quale distingue tra concordato che con cessione dei beni di tipo liquidatorio e quello in cui si preveda una cessione dei beni con *datio in solutum*. In tale ultima ipotesi la cessione avrebbe valore liberatorio, indipendentemente dal valore realizzato nella liquidazione dei beni e indipendentemente dalla stessa liquidazione dei beni. Più nello specifico l'autore precisa che se nell'ambito del concordato preventivo <<la prestazione in luogo del pagamento consiste nel trasferimento della proprietà di un bene, non comprende un obbligo di liquidazione del bene oggetto della datio, ma implica la soddisfazione dei creditori direttamente attraverso l'attribuzione ad essi della proprietà un bene in natura>>.

accollato il debito, nonché adottando misure idonee a incidere sui tempi, modalità e misura di soddisfazione delle pretese vantate da tutti i creditori della società.

## **2. Le operazioni di conversione dell'indebitamento della società in crisi**

Nel paragrafo precedente si è ulteriormente evidenziato come l'imprenditore sia sostanzialmente lasciato libero di definire il contenuto del piano e della proposta concordatari, attraverso la scelta di una delle misure indicate dall'art. 160, co. 1, l. fall., o mediante qualsiasi altra forma ritenuta comunque idonea a perseguire l'obiettivo rappresentato dalla gestione dell'indebitamento maturato, dunque anche attraverso il ricorso ad operazioni di carattere straordinario<sup>96</sup>.

Più in particolare, nell'ambito di tali operazioni, idonee a gestire la crisi dell'impresa e finalizzate a comporre l'esigenza di conservazione dell'attività aziendale con l'obiettivo del soddisfacimento dei creditori concordatari, oltre alle classiche ipotesi di trasformazione, scissione e fusione, disciplinate dal codice civile, l'art. 160, co. 1, l. fall. consente al debitore di adottare operazioni che producono la conversione del credito in *equity*, *debt* o altri strumenti finanziari<sup>97</sup>.

In altri termini, tale operazione permette di attribuire ai creditori, o a società da queste partecipate, azioni (della stessa società in crisi o di una *Newco* che si accolla il debito concordatario), obbligazioni o altri strumenti finanziari. In tal modo le pretese dei creditori vengono convertite nei titoli (l'operazione può anche preveder un mix di azioni e obbligazioni o strumenti finanziari), emessi nell'ambito del programma concordatario di ripianamento del debito, in conformità a quanto previsto nel piano predisposto dall'imprenditore in crisi. L'ampiezza dell'autonomia negoziale riconosciuta al debitore nella scelta e nella descrizione dei contenuti del programma di ristrutturazione, mediante

---

<sup>96</sup> A tal riguardo si precisa che la previsione di poter procedere alla <<ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma>> è stata introdotta con la riforma del 2005, che ha modificato l'art. 160 l. fall., riconoscendo ampia libertà al debitore nella definizione dei contenuti del piano e della proposta concordatari. Le citate modifiche sono state introdotte dall'art. 36 del D.L. 30 dicembre 2005, n. 273, convertito con modificazioni dalla L. 23 febbraio 2006, n. 51.

<sup>97</sup> Tali misure non solo svolgono un effetto "tampone" sulla situazione di crisi corrente, ma altresì sono idonee a consentire al debitore di mantenere una struttura finanziaria che permetta la continuazione dell'attività durante, ma anche successivamente, il percorso di ristrutturazione.



operazioni straordinarie di conversione dei crediti, è stata mutuata dalla disciplina introdotta in tema di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza e successivamente estesa anche al concordato preventivo e fallimentare, laddove la formulazione normativa dell'art. 124, co. 2, lett. c), l. fall. ricalca praticamente in maniera identica quella prevista al co. 1, lett. a) dell'art. 160 l. fall.<sup>98</sup>.

Pertanto con i citati artt. 124 e 160 l. fall. è possibile soddisfare i creditori non mediante la modalità ordinaria di estinzione dei debiti, ossia con il pagamento in denaro, bensì attraverso l'emissione di nuove azioni, obbligazioni o altri titoli, da attribuirsi quale forma di rimborso. Inoltre i creditori, come verrà meglio descritto nel prosieguo, possono sottoscrivere i titoli di nuova emissione compensando il debito derivante dalla sottoscrizione con parte o tutto il credito vantato nei confronti dell'impresa in crisi.

Con tale operazione di conversione, inoltre, si permette la ricapitalizzazione della società, in un contesto nel quale sarebbe molto difficile ripatrimonializzarla, mediante un ordinario aumento di capitale a pagamento sottoscritto dai soci (che in virtù della responsabilità limitata non sarebbero obbligati ad apportare ulteriori risorse nella società in crisi, salvo le ulteriori valutazioni che potrebbero essere indotti a fare, in relazione alle ripercussioni che un eventuale fallimento potrebbe produrre in termini di azioni giudiziali esperibili dal curatore)<sup>99</sup>. Allo stesso modo appare difficile poter pensare ad una nuova

---

<sup>98</sup> Il riferimento è all'art. 4-*bis* della legge 18 febbraio 2004 n. 39, che ha convertito con modificazioni, il decreto-legge 23 dicembre 2003, n. 347, recante misure urgenti per la ristrutturazione industriale di grandi imprese in stato di insolvenza. Con tale articolo si è introdotto la possibilità per il commissario straordinario di prevedere, nell'ambito del programma di ristrutturazione, la soddisfazione dei creditori attraverso qualsiasi forma tecnica, in termini di scadenza, tasso d'interesse e presenza di eventuali garanzie reali e personali. In particolare, la proposta di concordato può prevedere l'attribuzione ai creditori, o ad alcune categorie di essi, di azioni o quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito. Con riguardo all'amministrazione straordinaria delle grandi imprese l'istituto trova la sua prima definizione nel d.l. 30.1.1976, n. 26, conv. in l. 3.4.1979, n. 95. Il quadro normativo è stato più volte modificato: con il d.lgs. 30.7.1999 n. 270, con il d.l. 23.12.2003, n. 347, conv. in l. 18.2.2004, n. 39; con il d.l. 28.8.2008, n. 13, conv. in l. 27.10.2008, n. 166, con il d.l. 13.5.2011, n. 70, conv. in l. 12.7.2011, n. 106 e da ultimo con il D.L. 12 settembre 2014 n. 132, convertito con modificazioni dalla Legge 10 novembre 2014 n. 162. Per un quadro sulla disciplina si veda M.G. BORTOLIN, *L'apertura della procedura di amministrazione straordinaria: i requisiti sostanziali*, in *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza dopo il d.lgs. 12.9.2007, n. 169*, C. COSTA (a cura di), Torino, 2008, 178.

<sup>99</sup> Ci si riferisce alle eventuali iniziative esperibili in sede fallimentare, quali azioni revocatorie, recuperatorie e risarcitorie. A tal riguardo, il comma 1 dell'art. 172 l. fall. è stato di recente modificato, prevedendo che il Commissario Giudiziale nella sua relazione particolareggiata sulle cause del dissesto, sulla condotta del debitore, sulle proposte di concordato e sulle garanzie offerte ai creditori debba illustrare le utilità che, in caso di fallimento, potrebbero essere apportate dalle azioni risarcitorie, recuperatorie o revocatorie esperibili nei

patrimonializzazione grazie ad un intervento da parte di terzi, poiché le eventuali nuove risorse fornite alla società in crisi andrebbero a beneficiare direttamente solo i creditori esistenti<sup>100</sup>.

Pertanto la soluzione della conversione con “scambio” del credito con il capitale, in esecuzione di una delibera di aumento, rappresenta una idonea e fattibile forma di ricapitalizzazione, in una situazione in cui l’impresa, a causa della crisi in cui versa, difficilmente potrebbe ottenere, da parte dei soci o di terzi, l’immissione di nuove risorse, necessarie per riequilibrare lo sbilancio patrimoniale.

### **3. La conversione nel concordato con continuità dell’impresa: valutazioni aziendali**

Seppure nell’ambito delle procedure concordatarie la libertà riconosciuta al debitore nella definizione del piano si spinge sino a contemplare operazioni di conversione dei crediti, tale misura potrebbe essere concretamente ed efficacemente adottata solo nelle ipotesi di piani concordatari che prevedano la continuità aziendale, ossia nei casi in cui le imprese presentino una crisi economica e finanziaria di carattere temporaneo e reversibile.

Pertanto la scelta della misura dello “*swap*” dei crediti, impone al debitore di effettuare una previa valutazione sulla gravità della crisi e sulle possibilità di ripresa dell’azienda. Tale verifica andrebbe condotta su un piano meramente economico, dunque prescindendo dalla possibile qualificazione giuridica della condizione in cui versa la società, ossia se inquadrabile nello stato di crisi o di insolvenza, situazione, quest’ultima, normalmente ritenuta più gravosa, nonostante la formale equiparazione introdotta dal Legislatore all’art. 160, co. 3, l. fall.<sup>101</sup>.

L’analisi, dunque, dovrebbe soffermarsi sull’andamento del mercato in generale e su quello

---

confronti di terzi (Periodo inserito nel comma 1 dell’art. 172 l. fall. dall’art. 4 del D.L. 27 giugno 2015 n. 83 in sede di conversione dalla L. 6 agosto 2015 n. 132).

<sup>100</sup> In tal senso si veda anche secondo E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 183 ss che a sua volta richiama L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 319.

<sup>101</sup> L’art. 36 del D.L. 30 dicembre 2005, n. 273, convertito con modificazioni dalla L. 23 febbraio 2006, n. 51 ha introdotto all’art. 160 il comma 3, il quale prevede che <<Ai fini di cui al primo comma per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza>>

di riferimento in cui opera l'azienda, incentrandosi soprattutto sulle concrete chance di ripresa del *core business* della società, prendendo in esame alcuni aspetti di carattere economico, tra i quali: i volumi di vendita degli esercizi precedenti, nonché quelli previsti negli esercizi futuri; i prezzi medi unitari di vendita storici e futuri; i ricavi che si intendono ricavare nella prosecuzione, con stime sulle possibili crescite durante il piano concordatario o in un periodo successivo; e comunque tutte le altre voci incluse nel valore della produzione, tra le quali i costi di provvigioni e le oscillazioni del valore di magazzino, nonché tutti gli altri costi variabili e fissi che potrebbero avere un'incidenza sui ricavi (materie prime, trasporti *et similia*). Infatti solo l'eventuale esito positivo di siffatte valutazioni economiche potrebbe giustificare una soluzione che garantisca la prosecuzione dell'impresa, dunque l'accettazione da parte dei creditori del sacrificio imposto dall'operazione di conversione dei crediti.

In altri termini è necessario verificare, mediante un'approfondita analisi del conto economico, ma anche dello stato patrimoniale della società, dunque con valutazioni sul piano statico e dinamico, le concrete possibilità di rivitalizzazione dell'attività aziendale, anche alla luce dell'andamento delle negoziazioni sul mercato, che potranno costituire il presupposto economico per procedere all'operazione di conversione del credito, finalizzata alla riduzione dello stato di indebitamento e alla ripresa dell'attività aziendale.

Nell'ambito di tali analisi, appare opportuno constatare che l'indebitamento maturato dalla società spesso rappresenta solo una delle cause che influenzano e condizionano l'esercizio dell'attività d'impresa, sino a condurla in uno stato di dissesto. Infatti le cause principali della crisi delle aziende generalmente sono identificabili nella situazione di crisi del mercato, nelle scelte aziendali sbagliate adottate dal *management*, nella scarsa capacità di riscossione dei crediti aziendali, strettamente connessa alla solvibilità dei debitori della società in crisi

102.

---

<sup>102</sup> A tal riguardo si dissente dall'opinione espressa da I. GRECO, *La soddisfazione dei creditori attraverso l'attribuzione di azioni, quote e obbligazioni*, cit., 324, il quale sembrerebbe identificare nell'indebitamento l'unica causa della crisi. Sul punto si afferma che l'eliminazione della situazione debitoria che ha creato la crisi potrà ridare nuova vita alla società e le consentirà di riprendere la via della produttività. A parere dello scrivente, in realtà, la situazione di indebitamento rappresenta solo una delle ulteriori e successive cause dello stato di crisi. Infatti le principali cause della crisi, solitamente, sono identificabili nella situazione del mercato generale o di riferimento, nelle scelte gestorie adottate dal management che spesso si rivelano sbagliate, la capacità da parte della società di incassare i crediti, o in altri specifici eventi patologici che si verificano durante

Sul punto, in dottrina, è stato affermato che nel nostro sistema, in particolare nell'ordinamento societario italiano, vige un principio di libertà del finanziamento, lasciando, pertanto, ampia libertà all'imprenditore nella definizione della struttura finanziaria dell'impresa.

In altri termini viene demandato all'imprenditore l'individuazione della giusta "ricetta" tra capitale di rischio investito e livello di indebitamento, anche alla luce dell'andamento e delle prospettive dell'impresa medesima<sup>103</sup>. Pertanto non appare possibile stabilire a priori, in via generale, qual è il livello di indebitamento sostenibile dalle imprese, poiché tale valutazione risente di troppe variabili (mercato, management, redditività).

In conclusione un livello di indebitamento elevato può ritenersi sopportabile da talune imprese e non sostenibile da altre, pertanto non può essere identificato come la causa unica della crisi di una società<sup>104</sup>.

Le diverse misure e azioni correttive che dovrebbero contenute nel piano concordatario e realizzate dalla società per la ripresa aziendale, rappresenterebbero una conferma di tale assunto. Infatti la "formula" per garantire la prosecuzione dell'attività non impone alla società di soffermarsi e risolvere solo il problema dell'indebitamento, bensì richiede di prendere in debita considerazione tutta una serie di iniziative di carattere industriale e finanziario.

Più nello specifico, nell'ambito degli interventi di carattere industriale, tra le altre misure, l'imprenditore in crisi generalmente valuta: la possibilità di adottare soluzioni sui livelli di efficienza della filiera produttiva; il riposizionamento strategico sul mercato; la riorganizzazione dei canali di vendita; la riduzione del personale in esubero, rispetto alle effettive esigenze dell'impresa; la dismissione di *assets* non strategici.

Con riguardo, invece, alle azioni di carattere finanziario, come anticipato, l'imprenditore dovrebbe considerare la possibilità di adottare le seguenti misure: riscadenziare il debito

---

il corso dell'impresa e che rallentandone la produttività e l'efficienza possono generare una situazione di indebitamento e squilibrio patrimoniale insostenibile, con conseguente stato di crisi della società.

<sup>103</sup> In tal senso si veda U. TOMBARI, *Apporti "spontanei" e "prestiti" dei soci nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, P. ABBADESSA- G.B. PORTALE (diretto da), I, Torino, 2006, 559 ss.

<sup>104</sup> In tal senso si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa tra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 21, secondo il quale anche soglie elevate di indebitamento possono essere finanziariamente sostenibili, in presenza di ricavi elevati, ma determinerebbero una struttura finanziaria più fragile.

maturato; chiedere una moratoria ai propri creditori finanziari e commerciali, nonché la riduzione degli interessi applicati sulle esposizioni; riequilibrare la situazione finanziaria, mediante l'aumento del capitale di rischio da parte dei soci o di terzi o con l'erogazione di nuove risorse da parte di terzi; stipulare accordi con i fornitori per la disciplina del debito scaduto e per la definizione delle condizioni delle nuove forniture; realizzare operazioni di *swap* del credito in *equity*, *debt* o strumenti finanziari<sup>105</sup>.

Da quanto sopra descritto, pertanto, appare evidente che la riduzione dell'indebitamento non appare la sola misura idonea e sufficiente a realizzare una completa ristrutturazione societaria, in assenza di altri interventi che operino direttamente sul piano industriale e che possono addirittura arrivare a ridisegnare il *business model* della società in crisi.

Infatti, spesso l'adozione di soluzioni nette di riduzione dell'indebitamento, mediante accordi che prevedono la dilazione e lo stralcio del debito, non garantiscono "l'ossigeno" necessario per la continuazione e la ripresa dell'attività aziendale. Per tali motivi, nella prassi applicativa, quando la ripresa necessita l'aumento del fatturato e dunque il reperimento di nuove risorse finanziarie, essenziali per aumentare i volumi di produzione e i conseguenti margini da destinare al pagamento del debito concordatario, la riduzione dell'indebitamento deve essere obbligatoriamente accompagnata dall'erogazione di nuova finanza. Pertanto, stante la riluttanza delle banche ad accettare le due richieste in maniera congiunta (stralcio e nuova finanza), tali sacrifici dovranno essere ripartiti tra i vari creditori.

Per tali motivi, nella prassi applicativa, la società richiederà ad alcuni istituti solo lo stralcio del debito, mentre ad altri il sostentamento finanziario necessario per la ripresa, anche mediante forme di finanziamenti autoliquidanti.

#### **4. L'operazione di conversione sotto il profilo societario**

L'operazione di conversione dei crediti in azioni, obbligazioni, strumenti finanziari o titoli di debito presenta numerosi aspetti rilevanti sul piano del diritto societario. Senza pretesa di esaustività -anche alla luce dell'esistenza di orientamenti ancora non consolidati su alcuni temi specifici (si pensi al tema dell'esclusione del diritto di opzione)- i principali aspetti

---

<sup>105</sup> Sulle misure necessarie per il superamento della crisi si veda R. RANALLI, *La scelta dello strumento di risanamento della crisi aziendale*, in *Fallimento*, 2012, 5, 503.

societari, connessi all'operazione di *swap* dei crediti nelle procedure concordatarie, comunque meritano di essere affrontati.

#### **4.1. Le tecniche di ricapitalizzazione della società in crisi**

Come anticipato la ricapitalizzazione delle società in crisi può avvenire attraverso un aumento di capitale a pagamento sottoscritto dai soci, o mediante l'erogazione di nuovi finanziamenti, ossia reperendo dai soci o da terzi soggetti nuove risorse da immettere nella società, al fine di garantire la continuità aziendale e la produzione di flussi di cassa sufficienti, unitamente ai beni aziendali preesistenti e oggetto di liquidazione, a coprire le esigenze legate al fabbisogno concordatario. Nelle ipotesi di concordato con continuità aziendale, infatti, la società ha bisogno di risorse sufficienti a supportare la prosecuzione dell'attività e dunque la produzione di ricchezza da canalizzare a favore dei creditori concordatari, nonché di quelli correnti.

A tal riguardo, nell'ambito delle procedure di ristrutturazione della crisi, la concessione di finanziamenti viene incentivata dagli artt. 182-*quater* e 182-*quinquies* l. fall., grazie ai quali è possibile ottenere il rango di creditore prededucibile ai sensi dell'art. 111 l. fall., nei casi in cui le risorse finanziarie siano erogate: i) in esecuzione di un concordato preventivo di cui agli articoli 160 e seguenti ovvero di un accordo di ristrutturazione dei debiti omologato ai sensi dell'articolo 182-*bis*, l. fall.; ii) in funzione della presentazione della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo o della domanda di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, qualora i finanziamenti siano previsti dal piano concordatario o dall'accordo di ristrutturazione e a condizione che la prededuzione sia espressamente disposta nel provvedimento con cui il tribunale accoglie la domanda di ammissione al concordato preventivo ovvero omologa l'accordo di cui all'art. 182-*bis* l. fall.; iii) siano frutto di una preventiva autorizzazione del tribunale, che può essere concessa anche nella fase di concordato in bianco, o di accordo di cui all'art. 182-*bis*, co. 6, l. fall., nelle ipotesi in cui un professionista designato dal debitore in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, co. 3, lett. d), l. fall., verificato il complessivo fabbisogno finanziario dell'impresa sino all'omologazione, attesta che tali finanziamenti sono funzionali alla

migliore soddisfazione dei creditori<sup>106</sup>.

Allo stesso modo la società può essere ricapitalizzata mediante operazioni di conversione dei crediti. Più nello specifico l'esposizione debitoria gravante sull'impresa viene ridotta o addirittura azzerata, mediante una modalità alternativa al classico modo di soddisfacimento dei creditori, rappresentato dal pagamento in denaro, ossia attraverso l'emissione di azioni, quote, obbligazioni anche convertibili, o altri strumenti finanziari da attribuirsi ai creditori, anche tramite apposite società da quest'ultimi partecipate, nelle quali vengono conferiti gli *assets* della società in concordato preventivo.

In tale ipotesi l'operazione di ricapitalizzazione viene attuata mediante l'adozione di una delibera di riduzione del capitale sociale per perdite, con o senza azzeramento del preesistente capitale sociale, prodromica e collegata alla delibera di aumento per la ricostituzione del nuovo capitale sociale<sup>107</sup>.

Con specifico riferimento al momento temporale, si ritiene che la delibera debba essere non solo prevista nel piano, ma anche adottata prima del suo deposito, solitamente con efficacia sospesa sino all'omologa<sup>108</sup>. Pertanto il piano concordatario, nell'ambito delle misure

---

<sup>106</sup> L'articolo 182-*quater*, l. fall. è stato introdotto dall'art. 48 del D.L. 31 maggio 2010, n. 78, in vigore dal 31 maggio 2010. Il decreto è stato convertito, con modificazioni, dalla L. 30 luglio 2010, n. 122, entrata in vigore il 31 luglio 2010 (G.U. n. 176 del 30 luglio 2010 - Suppl. Ordinario n. 174). A distanza di quasi due anni, ossia con la riforma del 2012, il legislatore è tornato sul tema del finanziamento dell'impresa in crisi, introducendo l'art. 182-*quinquies*, l. fall. Tale articolo veniva introdotto dall'art. 33 del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito in legge con modificazioni dalla legge 7 agosto 2012, n. 134.

<sup>107</sup> Per un quadro, in dottrina e giurisprudenza, sui diversi orientamenti relativi alla necessità dell'adozione da parte della società debitrice di una preventiva o contestuale delibera di riduzione del capitale sociale per perdite si veda M. FERRO, Sub. Art. 160, in *La legge fallimentare. Commentario Teorico-pratico*, Milano, 2014, 2073. Sull'ipotesi di copertura delle perdite senza azzeramento del capitale sociale si veda il caso Juventus F.C. e in particolare la delibera dell'assemblea ordinaria e straordinaria degli azionisti del 18 ottobre 2011, in [www.juventus.com](http://www.juventus.com).

<sup>108</sup> Secondo A. BUSANI, *Massimario delle operazioni societarie*, Milano, 2016, 724 e ss., deve ritenersi legittima la deliberazione sottoposta a condizione sospensiva. A conferma della legittimità di tali delibere l'autore richiama il Consiglio Nazionale del Notariato, Quesito di Impresa n. 18-2015/I, *Inammissibilità di aumento di capitale risolutivamente condizionato*, in *CNN Notizie* del 5.11.2015, secondo cui <<l'autonomia privata può sottoporre il mutamento organizzativo a termine iniziale di efficacia in quanto tale differimento da un lato non sembra minare le esigenze di certezza dei terzi, che possono cogliere la situazione con un minimo di diligenza supplementare nell'ispezione dei pubblici registri, dall'altro trova un sostegno sistematico nella previsione del comma 2 dell'art. 2504-bis c.c. in tema di fusione per incorporazione [...]; nonché a condizione sospensiva, poiché da un lato il carattere "sospensivo" di siffatti elementi non mina la stabilità dell'atto e può invece rispondere ad interessi meritevoli di una piena tutela, dall'altro risulta possibile costruire le regole pubblicitarie in maniera tale da evitare incertezze e appesantimenti a carico del terzo>>. In senso conforme il Consiglio Nazionale del Notariato, Quesito di Impresa n.63-2014/I, *Trasformazione delle società incorporate subordinata all'efficacia della fusione per incorporazione di società interamente posseduta*, in *CNN Notizie* del 13.4.2016, nonché Unioncamere e Consiglio Nazionale del Notariato,

individuare per il processo di ripianamento e recupero aziendale, condizionerà l'efficacia della conversione dei crediti al buon esito dello strumento concordatario.

La necessità di adottare una previa delibera di riduzione per perdite con contestuale aumento del capitale sociale strumentale all'operazione di *swap*, conferma l'importanza della disciplina societaria nell'ambito dei programmi di ristrutturazione, con inevitabili conseguenze per il debitore e per i terzi coinvolti. Sul punto, la dottrina, a seguito dell'introduzione degli artt. 182-*quater* e 182-*quinquies* l. fall., in tema di finanziamenti all'impresa in crisi, nonché dell'art. 182-*sexies* l. fall., in tema di obblighi di ricapitalizzazione, ha sottolineato lo stretto rapporto tra diritto societario e fallimentare, che avrebbe portato ad una disciplina definita "*diritto societario della crisi*"<sup>109</sup>.

#### **4.2. La rinuncia o l'esclusione del diritto di opzione**

A conferma di tale rapporto, si rileva che, nelle ipotesi di aumento reale del capitale sociale, le norme societarie assumono rilievo anche in relazione al tema del diritto di opzione.

La disciplina dettata per le società per azioni e per le società a responsabilità limitata riconosce ai soci il diritto di essere preferiti ai terzi nella sottoscrizione dell'aumento del capitale sociale a pagamento, al fine di mantenere inalterata la proporzione in cui ciascun socio partecipa al capitale e al patrimonio sociale, dunque il peso di ciascun socio nella formazione della volontà sociale, mediante l'esercizio del diritto di voto<sup>110</sup>.

Il tema del diritto d'opzione assume rilievo nei concordati preventivi con conversione dei crediti in *equity*, poiché in tale ipotesi l'aumento di capitale può comportare il sacrificio totale o parziale di siffatto diritto. Infatti l'approvazione dell'operazione di conversione da parte dei creditori potrebbe richiedere un passo indietro dei soci attuali, sino alla loro totale estromissione dalla società e dunque dalla gestione dell'azienda.

Dall'analisi della prassi applicativa e in particolare dei piani concordatari con operazioni di

---

Orientamenti della Commissione tecnico-giuridica aggiornati al 6 maggio 2015, Orientamento n. 3.2. *Procedura di deposito ed iscrizione di delibere di capitali adottate sotto condizione sospensiva*.

<sup>109</sup> In tal senso U. TOMBARI, *Principi e problemi di "Diritto societario della crisi"*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, U. TOMBARI (a cura di), Torino, 2014, 6.

<sup>110</sup> Il diritto di opzione, inoltre, serve per mantenere inalterato il valore reale della partecipazione del socio in presenza di riserve accumulate. Tale valore, infatti, si ridurrebbe nell'ipotesi le azioni o le quote di nuova emissione fossero sottoscritte da terzi al mero valore nominale, dunque a un prezzo inferiore al loro valore effettivo in virtù dell'esistenza delle citate riserve.



*swap* dei crediti in capitale analizzati nel capitolo precedente, si rileva che, qualora fosse necessario consentire, da un canto l'uscita dei soci attuali dalla compagine sociale, dall'altro l'ingresso dei creditori con una partecipazione totalitaria, il piano potrebbe prevedere una rinuncia volontaria al diritto di opzione da parte dei soci (come nel caso Parmacotto).

Tale soluzione si renderebbe necessaria nelle ipotesi in cui i creditori sarebbero disposti a convertire i propri crediti solo a condizione che i soci esistenti fossero definitivamente estromessi dalla compagine sociale.

In dottrina è stato anche osservato che nelle operazioni di ricapitalizzazione, finalizzate a permettere la conversione dei crediti in partecipazione sociale, la sottoscrizione del nuovo capitale azionario da parte di terzi potrebbe necessitare della previa esclusione, totale o parziale, del diritto di opzione riservato ai soci, ai sensi dell'art. 2441, co. 5.<sup>111</sup>

A tal riguardo è stato sostenuto, sempre con riferimento a ipotesi di sottoscrizione della partecipazione sociale da parte di terzi in ambito concordatario, che il concetto di "interesse" stabilito al quinto comma dell'art. 2441, c.c. e idoneo a escludere il diritto riconosciuto ai soci di essere preferiti nella sottoscrizione delle nuove partecipazioni, sarebbe ravvisabile anche nelle ipotesi di crisi della società<sup>112</sup>.

Tuttavia ove tale esclusione fosse ritenuta possibile, al fine di evitare eventuali contestazioni, la delibera assembleare comunque dovrà comunque motivare adeguatamente la presenza di un interesse sociale contrapposto a quello individuale, idoneo a giustificare la limitazione o l'esclusione del diritto di opzione del singolo socio, dunque spiegare che l'interesse della società coincide con l'esigenza di ristrutturare il debito che permette di salvare l'azienda.

Sul punto, anche il Consiglio Notarile di Firenze, intervenuto con la massima n. 58, ha ritenuto possibile escludere il diritto d'opzione dei soci, non solo nelle ipotesi di proposta

---

<sup>111</sup> In tal senso si veda A. AUDINO, *Commento sub. Art. 160 l. fall.*, Commentario breve alla legge fallimentare, A. MAFFEI ALBERTI (diretto da), Padova, 2013, 1062.

<sup>112</sup> Sul punto si veda I. GRECO, *La soddisfazione dei creditori attraverso l'attribuzione di azioni, quote e obbligazioni*, cit., 317, secondo il quale l'interesse della società, che può esigere il sacrificio del diritto di opzione dei soci, ben può essere rappresentato dall'esigenza del superamento dello stato di crisi, attraverso l'attribuzione di azioni ai creditori. Anche M.P. PASTORE- L. JEANTET- L. BASSO- A. VAROLI, *La ristrutturazione*, in *Linee guida e strumenti di composizione della crisi d'impresa*, F. ANGELI (a cura di), 2015, 178, ritengono che in caso di crisi d'impresa, non sarebbe difficile individuare in tale situazione il richiesto interesse della società per escludere il diritto d'opzione ai sensi dell'art 2441, co. 5, c.c. In tal senso anche G. COVINO- L. JEANTET, *Conversione di crediti in equity, risoluzione e obbligazione pecuniaria nel fallimento*, in *www.ilfallimentarista.it*, 5, nonché A. AUDINO, *Commento sub. Art. 160 l. fall.*, *Commentario breve alla legge fallimentare*, cit., 1062.

concorrente ai sensi dell'art. 163, co. 5, l. fall. (che sarà analizzata *infra*), ma anche qualora tale sacrificio fosse previsto nel piano concordatario depositato dal debitore medesimo, definendo tale esclusione come una forma di espropriazione del patrimonio del debitore in forma indiretta, poiché anziché colpire i beni, comporta una <<*sostituzione forzata dei creditori al posto dei vecchi soci ormai privi di interesse economico*>><sup>113</sup>.

Più in particolare, a tal proposito, il Consiglio Notarile ha precisato che <<*in caso di situazioni in cui l'investimento dei soci sia da ritenere totalmente perduto, sia ammissibile una ricapitalizzazione che attribuisca ai nuovi soci la totalità delle azioni da emettere*>><sup>114</sup>.

Sul punto si è osservato che in tale ipotesi l'interesse sociale che giustificerebbe l'esclusione del diritto di opzione dei soci attuali può essere ravvisato nella sopravvivenza della società, sia in caso di ricapitalizzazione da effettuarsi nell'ambito di una procedura concorsuale, sia quando la ricapitalizzazione fosse finalizzata ad evitare una procedura concorsuale.

Inoltre si è affermato che nei casi di perdita totale dell'investimento degli attuali azionisti l'unico interesse leso dalla mancata ricapitalizzazione con contestuale esclusione del diritto di opzione, sarebbe quello dei creditori e dei terzi che hanno rapporti con la società, poiché i soci esistenti non avrebbero alcuna aspettativa di avanzi di liquidazione<sup>115</sup>. Nello specifico la massima del Consiglio Notarile stabilisce che nel caso di concordato preventivo, dove l'assenza di valori inespressi è sostanzialmente certa e il patrimonio netto contabile negativo rappresenta un presupposto dello strumento, il diritto d'opzione non ha più funzione di tutela di un plusvalore implicito e potrebbe addirittura avere un effetto di pregiudizio sulla ristrutturazione, poiché potrebbe scoraggiare la creazione di un nuovo assetto proprietario,

---

<sup>113</sup> Consiglio Notarile di Firenze, massima n. 58, *Aumento di capitale nel concordato preventivo a seguito del d.l. n. 83/2015*, in [www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it).

<sup>114</sup> Sul punto la citata massima del Consiglio Notarile di Firenze, in relazione al fenomeno dell'estromissione dei soci in caso di patrimonio netto negativo afferma che <<*la cosa non deve peraltro sorprendere, perché l'estromissione dei soci in caso di patrimonio netto contabile negativo è già conosciuta dall'ordinamento nazionale, nel quale si ammette da tempo che una deliberazione di azzeramento e ricostituzione del capitale, ai sensi degli artt. 2447 e 2482-ter c.c., possa essere adottata con deliberazione maggioritaria, la quale dunque si impone anche ai dissenzienti, nonostante il fatto che potrebbero esservi nel patrimonio sociale valori inespressi che il socio può mantenere solo esercitando (a pagamento) il diritto d'opzione. In sostanza, il socio non ha un diritto al mantenimento della partecipazione, nemmeno in presenza di plusvalori*>>.

<sup>115</sup> Sul punto si veda P. MARCHETTI, *Sulla legittimità della reintegrazione del capitale azzerato con esclusione del diritto d'opzione deliberato a maggioranza e non con il voto unanime di tutti i soci*, in corso di pubblicazione.

basato sull'acquisizione di una partecipazione totalitaria da parte del creditore proponente. In altri termini in tal modo si consentirebbe al debitore di presentare una proposta di concordato che preveda, se adottata nell'interesse sociale, un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione dei soci esistenti<sup>116</sup>.

Inoltre secondo tale orientamento, siffatta possibilità sarebbe ammessa non solo per le società per azioni, ma anche per le società a responsabilità limitata, in deroga alla disciplina ordinaria, prevista dagli artt. 2481-*bis* e 2482-*quater* c.c., che non consente l'esclusione del diritto di sottoscrizione a favore di terzi in caso di perdite.

L'ipotesi di esclusione totale del diritto di opzione potrebbe configurarsi, ad esempio, qualora i creditori bancari o industriali fossero disposti a convertire i propri crediti contestualmente alla ridefinizione della compagine sociale, ossia con l'estromissione dei soci esistenti o comunque con la diluizione della loro partecipazione nel capitale sociale sino ad una quota di minoranza.

A tale ultimo riguardo, per completezza, si rileva che la disciplina stabilita in tema di diritto di opzione per la società a responsabilità limitata diverge rispetto a quella prevista per le società per azioni, in virtù del diverso modello societario adottato dal legislatore della riforma del 2003, ossia del voluto distacco normativo rispetto alla disciplina della s.p.a., al fine di garantire maggiore elasticità alla s.r.l., per permettere non solo di valorizzare i profili di carattere personale, presenti soprattutto nelle piccole e medie imprese, ma anche di rispondere meglio alle esigenze organizzative delle imprese di piccole dimensioni, a base familiare, con compagine societaria ristretta.

In linea con tali obiettivi generali, in tema di esclusione del diritto di opzione, l'art. 2481-*bis*, co. 1, seconda parte, c.c. stabilisce che l'atto costitutivo può prevedere, salvo le ipotesi di passaggio di riserve a capitale ai sensi dell'art. 2482-*ter* c.c., che l'aumento di capitale

---

<sup>116</sup> <sup>116</sup> Sull'esclusione del diritto di opzione si veda O. CAGNASSO, *Le modifiche statutarie e il diritto di recesso*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), Padova, 2010, 987, nonché P.G. JAGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963 81 ss.; F. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, 1993, 109 ss. In giurisprudenza, con riguardo all'esclusione del diritto di opzione perché lo esige l'interesse della società si veda Cass. 28 giugno 1980, n. 4089, in *Dir. fall.*, 1980, II, 482 nonché Cass. 13 gennaio 1987, n. 133, in *Nuova giur. civ.*, 1987, I, 755. Nella giurisprudenza di merito si vedano Trib. Ancona, 18 gennaio 2002, in *Società*, 2002, 464 e Trib. Saluzzo, 14 aprile 2001, in *Giur. it.*, 2001, 1667. Per una analisi generale sul diritto di opzione si vedano V. FERRI, *Le società*, in *Trattato Vassalli*, Torino, 1987, 928, nonché F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1955, 368 ss.

possa essere attuato anche mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi, con possibilità, però, di esercizio del diritto di recesso a norma dell'art. 2473 c.c., da parte dei soci che non hanno consentito all'adozione di tale decisione.

Pertanto ai sensi dell'art. 2481-*bis*, comma 1, c.c., solo una espressa clausola inserita nello statuto della s.r.l. permetterebbe di incidere sul diritto di opzione del socio attuale (fermi restando i principi generali di esecuzione del contratto secondo buona fede e correttezza), attribuendo alla maggioranza dei soci, in via discrezionale, il potere di escludere o limitare il diritto di opzione, senza la necessaria verifica di un'oggettiva esigenza o interesse della società, come previsto per la s.p.a., e senza l'obbligo di determinare e giustificare un sovrapprezzo per l'emissione delle partecipazioni di nuova emissione. Essa, d'altro canto, potrebbe sia circoscrivere tale potere ad alcuni casi particolari, sia prevedere tutele ulteriori a favore dei soci di minoranza, anche mediante rinvio alla disciplina dettata in tema di s.p.a.<sup>117</sup>

Pertanto in mancanza di specifica clausola statutaria, la deliberazione di un aumento di capitale limitativa del diritto di opzione richiederebbe il consenso unanime di quest'ultimi. Con tale disciplina il legislatore ha voluto tutelare la posizione del socio della società a responsabilità limitata, in maniera più forte rispetto al modello della società per azioni, dove, in presenza di un interesse della società, è sempre possibile escludere il diritto di opzione del socio mediante delibera assembleare<sup>118</sup>. Pertanto nelle società a responsabilità limitata, in

---

<sup>117</sup> In tal senso si veda la massima n. 156, espressa dal Consiglio notarile di Milano in data 17 maggio 2016, sul contenuto della clausola che consente alla maggioranza di escludere o limitare il diritto di opzione nelle s.r.l. (artt. 2481-*bis* c.c.), in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it). Sul punto è stato precisato, inoltre, che la clausola statutaria prevista dall'art. 2481-*bis*, comma 1, c.c., che consente all'assemblea dei soci di deliberare a maggioranza un aumento di capitale sociale a pagamento, con esclusione o limitazione del diritto di opzione, può avere ad oggetto tutte le ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione (salvo il caso di cui all'art. 2482-*ter* c.c.), e segnatamente i casi di: (i) offerta di nuove partecipazioni a terzi; (ii) offerta di nuove partecipazioni solo ad alcuni soci o a tutti i soci ma in misura non proporzionale; (iii) offerta di nuove partecipazioni a fronte di conferimenti diversi dal denaro.

<sup>118</sup> A conferma della forte tutela accordata al socio di s.r.l., inoltre, è stato stabilito che in mancanza di apposita clausola statutaria o di espressa disposizione della deliberazione di aumento del capitale sociale, nelle s.r.l. la parte di aumento di capitale non sottoscritta dai soci nell'esercizio del diritto di opzione di cui all'art. 2481-*bis*, co. 1, c.c., non può essere sottoscritta né da altri soci né da terzi (in tal senso si veda la massima n. 157, espressa dal Consiglio notarile di Milano in data 17 maggio 2016, in tema di circolazione del diritto di opzione e disciplina della prelazione sull'inoptato nelle s.r.l. (artt. 2357-*ter*, 2424 e 2424-*bis* c.c.) in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it). Nello stesso senso, in dottrina, si vedano: O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), V, Padova, 2007, 339; S.A. CERRATO, *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, M. SARALE (diretto da), Torino, 2008, 851; G. DE MARCHI- A. SANTUS- L. STUCCHI, *Aumento di capitale mediante nuovi conferimenti*, in

caso di mancanza di specifica clausola statutaria, non essendo stata prevista dal legislatore una ipotesi legale di esclusione del diritto di opzione, anche qualora vi fosse un interesse della società che lo esige, come nelle ipotesi di crisi dell'impresa, si dovrebbe ritenere che la tutela della posizione del socio in un certo senso si impone rispetto all'esigenza della società, richiedendo, per la limitazione del diritto di opzione, una delibera dell'assemblea adottata con il consenso unanime dei soci<sup>119</sup>.

In conclusione, alla luce degli orientamenti analizzati, si potrebbe ritenere che, qualora i soci della s.p.a. fossero tutti compatti nel voler uscire dalla compagine, l'operazione di *swap* in azioni sarebbe consentita da una rinuncia volontaria ed espressa dei soci al diritto d'opzione (caso Parmacotto). L'ipotesi dell'esclusione, invece, se ritenuta legittimamente adottabile, potrebbe rappresentare una soluzione alternativa, in presenza di soci dissenzienti, nei confronti dei quali, in caso di patrimonio netto pari a zero o con valore negativo, potrebbe essere imposto tale sacrificio da parte della maggioranza (nelle ipotesi in cui i creditori condizionino la conversione all'assunzione dell'intero capitale sociale)<sup>120</sup>.

In relazione alle società a responsabilità limitata, invece, in assenza di espressa previsione statutaria o di rinuncia volontaria ed espressa dei soci, per escludere il diritto di opzione e permettere ai creditori convertendi di assumere una partecipazione totalitaria nel capitale della società, sarebbe comunque necessaria una delibera adottata all'unanimità. Infatti l'esclusione del diritto di opzione dei soci attuali, in deroga alla disciplina ordinaria,

---

*Società a responsabilità limitata. Commentario alla riforma delle società*, L.A. BIANCHI (a cura di), Milano, 2008, 1209; D. GALLETTI, *Sub art. 2481-bis*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, P. BENAZZO (diretto da), Torino, 2006, 483; G. GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata - Le decisioni dei soci. Le modificazioni dell'atto costitutivo*, C. IBBA-G. MARASA' (diretto da), IV, Padova, 2009, 310; M. NOTARI, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in *s.r.l. commentario*, cit., 915; G. RACUGNO, *Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2003, 824; M.S. SPOLIDORO, *L'aumento del capitale sociale nelle s.r.l.*, in *RDS-Rivista di diritto societario interno, internazionale comunitario e comparato*, 2008, 481, il quale precisa che, se la decisione di aumento non consente l'offerta dell'inoptato, "il termine finale per la sottoscrizione coincide con l'ultimo giorno del periodo entro il quale i soci possono esercitare il loro diritto di sottoscrizione".

<sup>119</sup> In tema di diritto di opzione nelle società a responsabilità limitata si veda M. SPERANZIN, *L'aumento del capitale sociale*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, M. BIONE- R. GUIDOTTI- E. PEDERZINI (a cura di), Padova, 2012, 481 ss., M. NOTARI, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, commento all'art. 2481-bis, in *Commentario S.r.l. dedicato a G.B. PORTALE, A.A. DOLMETTA- G. PRESTI* (a cura di), 2011, 921 ss.

<sup>120</sup> Nei casi di aumento di capitale previsto nell'ambito della procedura di concordato preventivo, si è affermato che la proposta concordataria, tra i vari schemi operativi, potrà prevedere l'esclusione totale o parziale del diritto di opzione dei soci o la sua rinuncia a favore di un partner industriale o di un investitore chiamato ad apportare "capitali freschi". Si esprime in tal senso si veda anche F. GUERRERA e M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, cit., 68.

sembrerebbe potersi configurare solo applicando (ove ritenuto legittimo) il citato meccanismo di esclusione in caso di perdita totale dell'investimento dei soci<sup>121</sup>.

Tuttavia appare opportuno rilevare che il presidio posto a tutela dei soci delle s.r.l., costituito dalla citata regola dell'unanimità, non rappresenterebbe una garanzia assoluta, poiché verrebbe meno nella specifica ipotesi delle proposte concorrenti dei creditori, introdotta di recente con la riforma del 2015<sup>122</sup>.

Più nello specifico, con la nuova formulazione dell'art. 163 l. fall., si è prevista la facoltà, per i creditori che detengono almeno il dieci per cento dei crediti verso la società, di presentare proposte concorrenti a quella del debitore, nelle quali è possibile prevedere una delibera di aumento di capitale della società, con esclusione o limitazione del diritto d'opzione, pertanto con potenziale totale estromissione dei soci originari dalla compagine sociale (la regola è applicabile sia se il debitore ha la forma della società per azioni, sia nei casi di società a responsabilità limitata).

Tale norma è stata introdotta con la finalità di evitare le situazioni nelle quali la sottoscrizione, anche di percentuali minime di capitale, da parte dei soci attuali, sia idonea a scoraggiare la creazione di una nuova compagine sociale, con il creditore proponente nella veste di socio totalitario. Tuttavia per approfondimenti sui dubbi e sulle criticità che l'art. 163 l. fall. potrebbe sollevare, soprattutto nell'applicazione ai concordati delle società a responsabilità limitata, si rinvia *infra* al par. 6.1.2.

Tuttavia, in relazione a tale tema, giova precisare che, in linea con quanto osservato in relazione alle tecniche di ricapitalizzazione, ove compatibile con gli interessi dei creditori convertendi (i quali potrebbero essere contrari ad entrare nella medesima compagine sociale con i soci che hanno causato il dissesto), il piano concordatario potrebbe permettere anche ai soci esistenti di partecipare al processo di risanamento della società, mediante l'apporto di capitali. Ai fini della ricapitalizzazione e della ristrutturazione, infatti, non assume rilievo

---

<sup>121</sup> Secondo la massima n. 58 del Consiglio Notarile di Firenze l'esclusione del diritto di opzione, in caso di perdita totale dell'investimento dei soci, <<può, in parallelo con la disciplina della proposta dei creditori, essere prevista anche per la s.r.l., in deroga alla disciplina ordinaria che non consente l'esclusione del diritto di sottoscrizione a favore di terzi in caso di perdite (artt. 2481-bis e 2482-quater c.c.)>>.

<sup>122</sup> Il riferimento è al D.L. 27 giugno 2015 n. 83, convertito, con modificazioni, dalla L. 6 agosto 2015 n. 132 con il quale il legislatore, in relazione alla disciplina dettata in tema di concordato preventivo e più in particolare con la modifica dell'art. 163 l. fall. e l'introduzione dell'art. 163- bis l. fall., ha voluto introdurre meccanismi competitivi che permettano di rendere contendibili l'azienda o singoli beni della stessa.

l'aspetto soggettivo, ma ciò che conta, invece, è l'apporto di capitali "freschi", a prescindere dalla provenienza (soci o terzi). Pertanto il piano e la proposta concordatari potrebbero prevedere contemporaneamente, non solo lo *swap* dei crediti in azioni, ma anche la sottoscrizione di parte dell'aumento di capitale da parte dei soci esistenti, mediante l'apporto di nuove risorse finanziarie a titolo di capitale di rischio.

### **4.3. La liberazione del debito da sottoscrizione mediante compensazione**

Proseguendo l'analisi dell'operazione di "*swap*" e in particolare del rapporto stretto tra diritto societario e fallimentare, sul piano operativo, nelle ipotesi di conversione dei crediti concordatari in azioni, obbligazioni o strumenti finanziari, seppure siano stati sollevati dei dubbi sulla congruità dell'operazione di conversione con compensazione, in relazione alla verifica dei crediti (il punto viene affrontato nel successivo paragrafo 5.1.), alla luce dell'orientamento ormai consolidato sia in dottrina, sia in giurisprudenza, si ritiene che il debito derivante dalla sottoscrizione del nuovo capitale possa essere liberato mediante compensazione con i crediti vantati nei confronti della società in crisi<sup>123</sup>.

In aggiunta, è stato affermato che anche nelle ipotesi in cui fosse previsto che i conferimenti debbano essere fatti in denaro ai sensi dell'art. 2342, co. 1, c.c. (ossia qualora lo statuto non preveda espressamente la possibilità di liberare il conferimento con mezzi diversi dal denaro), il meccanismo di compensazione tra il debito derivante dalla sottoscrizione e il

---

<sup>123</sup> Sul meccanismo di compensazione in ambito societario e in particolare sul conferimento eseguito mediante la compensazione tra il debito da sottoscrizione del capitale sociale ed il credito vantato dal conferente nei confronti della società conferitaria si veda Cass. 19 marzo 2009, n. 6711, in *Notariato*, 2011, 516 e ss., con nota di G. LEOCATA, *La compensazione del debito da conferimento e l'art. 56 L.F.*, secondo il quale il conferimento in denaro del valore delle azioni sottoscritte in occasione di un aumento di capitale sociale deve qualificarsi come un debito pecuniario, che può essere estinto mediante il ricorso alla tecnica della compensazione, con un corrispondente credito pecuniario, vantato dal socio conferente nei confronti della società conferitaria e tale tecnica può operare anche quando sia sopraggiunto il fallimento della società conferitaria, a norma dell'art. 56 della legge fallimentare. Sulla legittimità di tale meccanismo, in giurisprudenza, si veda Cass. 24 aprile 1998, n. 4236, in *Foro it.*, 1998, I, 2892; App. Napoli 13 maggio 2002, in *Dir e giur.*, 2002, 236; App. Roma, 3 settembre 2002, in *Società*, 2003, I, 41. Tuttavia si registra una pronuncia contraria, seppur isolata, Cass. 10 dicembre 1992, n. 13095, in *Fallimento*, 1993, 595, secondo la quale l'aumento di capitale realizzato tramite la compensazione sarebbe illegittimo. Tra i favorevoli a tale meccanismo, in dottrina, si veda C. ANGELICI, *Appunti sull'art. 2346 c.c., con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 175 ss.; M. MALTONI, *Compensazione del credito del socio verso la società con il debito sorto a suo carico a seguito della sottoscrizione del capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 1994, II, 205 ss.; N. ATLANTE, *Compensazione del credito del socio con il debito da sottoscrizione*, in *Notariato*, 1995, 46; V. SALAFIA, *Aumento di capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, 225 ss.; F. LAMANNA, *Debiti di conferimento del socio e compensazione*, in *Fall.*, 1995, 598 ss.

credito vantato nei confronti della società in crisi, non modificherebbe l'oggetto del conferimento, che avverrebbe comunque in denaro, poiché il debito e il credito compensati ai sensi dell'art. 1243 c.c. avrebbero entrambi natura pecuniaria<sup>124</sup>. Pertanto l'unica modifica riguarderebbe le modalità di adempimento e di estinzione dell'obbligo derivante dalla sottoscrizione della nuova partecipazione sociale, emessa con l'aumento del capitale sociale. Sul punto, inoltre, si constata che, secondo il parere di parte della dottrina, la necessaria stima prevista per i conferimenti in natura, dunque anche per i crediti, non opererebbe nelle ipotesi di compensazione tra debito e credito, ossia quando la posta passiva è estinta per il corrispondente conferimento del credito vantato nei confronti della società emittente<sup>125</sup>.

Inoltre in linea con gli ampi margini di "manovra" riconosciuti dal legislatore, una particolare ipotesi di ricapitalizzazione potrebbe essere rappresentata da un accordo che preveda da un canto il mantenimento delle forniture da parte dei fornitori strategici, al fine di garantire la continuità aziendale, durante la fase di redazione del piano e della proposta concordatari, dall'altro la conversione in capitale di rischio dei crediti maturati *medio tempore*, mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato (con sacrificio del diritto di opzione dei soci) e contestuale liberazione dai relativi debiti da sottoscrizione, in virtù del sopra descritto meccanismo di compensazione. Dunque l'operazione di conversione non sarebbe solo utilizzata come soluzione per ridurre l'indebitamento già maturato dalla società, ma anche per gestire il corrente.

Allo stesso modo, appare opportuno rilevare che nell'ambito delle operazioni di conversione dei crediti si deve prestare attenzione anche alla misura dell'incremento del capitale sociale, dunque al valore nominale delle partecipazioni emesse e sottoscritte dal creditore che effettua il conferimento mediante compensazione, al fine di garantire il rispetto del principio di effettività del capitale sociale. Dunque il citato aumento non potrebbe essere deliberato per un valore superiore alla misura dei crediti vantati dai citati creditori, di cui si prevede la

---

<sup>124</sup> In tal senso si esprime E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, cit., 183.

<sup>125</sup> Sul punto si veda L. ROVELLI, *Un diritto per l'economia. Bilancio di una stagione di riforme. Una scelta di degiurisdizionalizzazione?*, in *La crisi d'impresa. Questioni controverse del nuovo diritto fallimentare*, F. DI MARZIO (a cura di), Padova, 2010, 57 ss, nonché F. BRUNO- P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito del restructuring in Italia, germania e UK*, in *Società*, 2015, 3, 277, che richiamano a loro volta L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., 231.



conversione, salvo la previsione di liberare la parte eccedente in denaro o mediante altri conferimenti.

In dottrina si è puntualizzato che generalmente, nei casi di aumento di capitale mediante *swap* dei crediti, il prezzo di emissione delle nuove azioni avviene “alla pari”, ossia non è superiore al valore nominale e pertanto l’aumento di capitale avviene per una misura pari all’ammontare dei crediti oggetto di conversione. Tuttavia si è anche rilevato che non è possibile escludere la possibilità di un aumento di capitale “sopra la pari”, con previsione di un sovrapprezzo, che sarebbe previsto soprattutto per limitare l’eventuale danno subito dai soci esistenti, nelle ipotesi di esclusione del diritto a sottoscrivere le azioni di nuova emissione<sup>126</sup>.

Altro aspetto importante nell’operazione di conversione, da un punto di vista societario, è rappresentato dall’indicazione specifica del numero, del valore nominale e degli specifici diritti incorporati nei titoli oggetto di *swap* offerti ai creditori, nonché del rapporto di conversione, nelle ipotesi siano emesse obbligazioni o strumenti finanziari o altri titoli convertibili in azioni.

Inoltre, come già rilevato, l’operazione di “*swap*” dei crediti può comportare l’esclusione totale o parziale del diritto di opzione per i soci attuali, da cui deriverebbe, nelle società per azioni, l’obbligo di emissione delle nuove azioni con un sovrapprezzo (nelle ipotesi in cui la società abbia accumulato utili), in modo da ridimensionare il pregiudizio subito dai soci. Naturalmente, nelle operazioni di conversione dei crediti verso società in crisi, tale rischio di pregiudizio non ricorre (la conversione permette di salvare l’azienda, producendo, al contrario, dei potenziali effetti positivi per gli attuali soci). Pertanto, nella prassi, il valore di emissione delle azioni generalmente è pari a quello nominale senza sovrapprezzo e l’aumento del capitale avverrebbe per un valore pari all’importo dei crediti oggetto di conversione. L’assenza di sovrapprezzo è giustificata dallo stato di crisi in cui versa l’impresa, confermato dalla procedura di concordato intrapresa.

Tale ragionamento dovrebbe ritenersi valido anche per le società a responsabilità limitata, nelle quali però non vige un obbligo di emissione con sovrapprezzo, in caso di offerta di

---

<sup>126</sup> E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, cit., 181 ss.

quote a terzi, alla luce di quanto previsto dall'art. 2481-*bis*, co. 2, c.c.<sup>127</sup>

## **5. L'operazione di conversione forzata sotto il profilo concordatario**

Nella procedura di *equity* o *debt swap*, oltre agli aspetti analizzati sul piano del diritto societario, assumono particolare rilievo ulteriori questioni e temi di carattere concordatario.

### **5.1 Le caratteristiche “mutevoli” della conversione forzata nelle diverse fasi del concordato preventivo.**

Appare utile chiarire in via preliminare che la conversione “forzata” dei crediti in *equity*, *debt* o quasi *equity* in ambito concordatario appare un istituto dalle caratteristiche quasi “mutevoli”, nelle varie fasi della procedura concordataria in cui si sviluppa. A tal riguardo potrebbero distinguersi tre momenti, durante i quali lo *swap* dei crediti si “presenta” ai creditori in maniera diversa.

In una prima fase, la citata conversione “forzata”, viene proposta e percepita dai creditori come un elemento della manovra concordataria immodificabile (salvo le specifiche ipotesi di proposte concorrenti *ex art.* 163 l. fall. di cui si parlerà al successivo par. 6.1.2), che può essere solo valutata ai fini del voto. I creditori sono consapevoli che, in caso di approvazione del concordato preventivo, lo *swap* dei crediti sarà imposto anche ai dissenzienti. Dunque si comprendono gli effetti “forzosi” che possono derivare dal raggiungimento della maggioranza dei voti positivi.

In un secondo momento, quella del voto espresso in adunanza o nei venti giorni successivi, la conversione dei crediti presenta caratteri più simili al fenomeno della conversione facoltativa, poiché tutti i creditori ammessi al voto hanno la facoltà di esprimersi sul programma di conversione dei crediti in *equity*, *debt* o quasi *equity*, determinandone le sorti. In altri termini, ai creditori è riconosciuta la facoltà di giudicare la proposta di conversione e di votare negativamente (o di astenersi con i medesimi effetti, poiché il silenzio equivale a dissenso). Conseguentemente l'imposizione “forzata” dello *swap* dei crediti è rimessa alla

---

<sup>127</sup> Il comma due dell'art. 2481-*bis*, infatti stabilisce che “La decisione di aumento di capitale prevede l'eventuale sovrapprezzo e le modalità ed i termini entro i quali può essere esercitato il diritto di sottoscrizione”. Appare chiaro, pertanto, che l'emissione con sovrapprezzo costituisce una mera facoltà riconosciuta in capo ai soci.

decisione dei predetti creditori. In tale fase “intermedia” l’esercizio del voto presenterebbe assonanze con l’esercizio del diritto a convertire riconosciuto nei casi di conversione facoltativa, laddove è il titolare del diritto a decidere se trasformare il titolo o meno.

Infine, nella terza fase, coincidente con la chiusura della procedura di voto dei creditori e in particolare con il raggiungimento della maggioranza prevista dalla legge fallimentare (cinquanta per cento più uno), l’istituto dello *swap* dei crediti, riassumerebbe i suoi connotati di coattività, non tanto nei confronti dei creditori consenzienti, riguardo ai quali la conversione dei crediti opererebbe in virtù del positivo consenso, espresso su base volontaria, bensì nei confronti dei dissenzienti, rispetto ai quali, in virtù della regola della maggioranza, la conversione si imporrebbe in maniera forzata e contro la loro volontà.

Sulla base di quanto descritto la qualificazione della conversione quale ipotesi forzata o facoltativa sembra assumere rilievo solo su un piano formale, non solo per i citati variegati “connotati” che l’istituto dello *swap* dei crediti può assumere durante i diversi momenti della procedura, ma anche perché nella prassi concordataria solitamente la conversione è prevista quale soluzione da imporre a tutti i creditori. La diversa ipotesi facoltativa, infatti, presupporrebbe l’esistenza di forme di soddisfacimento alternative ai titoli offerti in conversione (dunque il denaro o beni in natura), qualora il creditore decidesse di non esercitare il diritto allo *swap*, che sovente la società non ha a disposizione.

## **5.2 I dubbi sulla valutazione dei crediti oggetto di conversione**

In dottrina, sono state sollevate alcune perplessità in merito alla congruità dell’operazione di conversione con compensazione tra azioni e crediti, realizzate quale forma di soddisfazione alternativa dei creditori nel concordato preventivo<sup>128</sup>.

A tal riguardo si è sottolineato che, diversamente da quanto previsto dalla disciplina dell’amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza, dove è prevista una fase di accertamento delle passività, idonea a garantire la congruità dell’operazione di conversione, nella procedura di concordato preventivo non ci sarebbe una

---

<sup>128</sup> Per un quadro sulle criticità connesse all’operazione di conversione, tra tutti, si veda E. FRASCAROLI SANTI, *Il concordato preventivo*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, PANZANI (diretto da), IV, Milanofiori Assago, 2014, 571.

fase di verifica dei crediti<sup>129</sup>. Da ciò ne conseguirebbe che la soddisfazione dei creditori concordatari, attraverso operazioni di conversione dei crediti in azioni, potrebbero avvenire in un clima di incertezza, con possibili riflessi negativi, anche sulla *governance* della società<sup>130</sup>.

In realtà, sul punto, è possibile notare che, seppur nel concordato preventivo sia assente una formale fase di verifica, come quella citata nella disciplina dell'amministrazione straordinaria cosiddetta "speciale", la verifica sull'esatto ammontare del credito e dunque sulla congruità dell'operazione di conversione sarebbero di fatto garantite dalle verifiche effettuate, *in primis*, sia dalla società (mediante una prima verifica del debito iscritto in contabilità con eventuale successiva rettifica, nell'ambito dell'attività di quantificazione del passivo, necessaria per la redazione del piano concordatario da parte dell'*advisor* finanziario), sia dall'attestatore (chiamato a verificare la veridicità dei dati aziendali, mediante analisi delle scritture contabili, nonché con l'invio della lettera di circolarizzazione ai creditori, con responsabilità personali sul piano penale, in caso di falso in attestazioni e relazioni<sup>131</sup>), *in secundis* dal commissario giudiziale, il quale, successivamente al decreto di ammissione della società alla procedura di concordato preventivo, invia una comunicazione a tutti i creditori, a mezzo pec o raccomandata con ricevuta di ritorno, per ottenere tutte le informazioni utili, per la redazione della relazione particolareggiata di cui all'art. 172 l. fall.<sup>132</sup>

Con riguardo a tale ultima attività, infatti, l'art. 171, co. 1, l. fall. stabilisce che "il

---

<sup>129</sup> Allo stato passivo si giunge attraverso i procedimenti di accertamento e di formazione. Al fine di ottenere una migliore tutela dei diritti soggettivi, l'accertamento del passivo si svolge secondo le norme dettate per il fallimento (artt. 93 ss. l. fall.), nonostante la disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza si modelli sulla liquidazione coatta amministrativa. Per una analisi completa sull'istituto si veda S. PACCHI, *Amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, in [www.treccani.it](http://www.treccani.it).

<sup>130</sup> Così si esprime E. FRASCAROLI SANTI, *Il concordato preventivo*, cit., 572.

<sup>131</sup> Il riferimento è al reato di falso in attestazioni e relazioni *ex* art. 236-*bis* l. fall. secondo il quale il professionista che nelle relazioni o attestazioni di cui agli articoli 67, terzo comma, lettera d), 161, terzo comma, 182-*bis*, 182-*quinquies*, 182-*septies* e 186-*bis* espone informazioni false ovvero omette di riferire informazioni rilevanti, è punito con la reclusione da due a cinque anni e con la multa da 50.000 a 100.000 euro. Se il fatto è commesso al fine di conseguire un ingiusto profitto per sé o per altri, la pena è aumentata. Se dal fatto consegue un danno per i creditori la pena è aumentata fino alla metà.

<sup>132</sup> L'invio a mezzo pec è la modalità preferita, in virtù della celerità ed economicità dell'operazione. Tuttavia qualora il creditore non sia fornito di un indirizzo pec, situazione che ricorre ad esempio per i creditori di nazionalità estera, il commissario giudiziale provvede alla spedizione di una comunicazione a mezzo raccomandata a/r, con maggiori costi per la società in concordato.

*commissario giudiziale deve procedere alla verifica dell'elenco dei creditori e dei debitori con la scorta delle scritture contabili presentate a norma dell'art. 161, apportando le necessarie rettifiche*". Più in dettaglio il commissario, sulla base dell'elenco nominativo dei creditori consegnato dalla società ed eventualmente integrato mediante accesso al registro delle imprese, ovvero dall'Indice nazionale degli indirizzi di posta elettronica certificata delle imprese e dei professionisti, invia a tutti i creditori, anche a mezzo di raccomandata, una comunicazione con il provvedimento di ammissione emesso dal tribunale, unitamente al modello per la dichiarazione del credito, la dichiarazione di voto e la nomina di un eventuale procuratore speciale. Tale attività risulta necessaria ai fini dell'esame e verifica dell'attendibilità e veridicità del passivo concordatario, descritto nella domanda di concordato preventivo e nei suoi allegati depositati dal debitore.

In altri termini, il commissario, dopo aver verificato la correttezza formale della tenuta dei libri sociali, imposti dalla disciplina del codice civile e dalle norme fiscali, effettua a sua volta una circolarizzazione dei crediti vantati nei confronti della società in crisi, ossia chiede ai creditori di comunicare il saldo a debito risultante dalla loro contabilità, al fine di "incrociarli" con i dati risultanti dai documenti concordatari, predisposti e depositati dalla società nell'ambito della procedura concordataria. Tali verifiche vengono condotte dal commissario con l'ausilio di collaboratori del proprio studio, nonché con la collaborazione dei dipendenti amministrativi della società, di eventuali professionisti specializzati (spesso chiamati a valutare gli aspetti giuslavoristici e in particolare le posizioni debitorie nei confronti dei dipendenti o enti previdenziali), o di periti chiamati ad accertare il valore di liquidazione degli *assets* dell'azienda, svolgendo anche valutazioni comparatistiche con i valori di realizzo ricavabili nell'alternativo scenario fallimentare.

Pertanto appare possibile ritenere che seppur nel concordato preventivo sia assente una fase formale di verifica e accertamento del debito, come previsto nella procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese, l'insieme delle attività di analisi e verifiche condotte dal debitore, attestatore e commissario, anche se non costituiscono una procedura di accertamento formale, né di riconoscimento del debito, comunque appaiono idonee a fornire un quadro attendibile sulla misura del passivo maturato dalla società, dunque a garantire un sufficiente grado di congruità e correttezza nella conversione dei crediti in

capitale, mediante compensazione.

Un ulteriore aspetto rilevante, sul tema della valutazione dei crediti, riguarda il loro valore, ossia la probabilità di riscossione del credito vantato nei confronti della società, poiché, come rilevato in dottrina, si potrebbe configurare una possibile violazione dell'art. 2346 c.c. (che fa divieto di emettere azioni per somma inferiore al valore nominale), qualora il valore reale del credito fosse inferiore al valore nominale<sup>133</sup>. Con valore reale si intende il valore effettivo del credito, il quale assume rilievo in virtù dei rischi connessi al suo ammontare, poiché potrebbe essere stato gonfiato, nonché, qualora vantato nei confronti di una società in crisi, potrebbe avere basse possibilità di essere realizzato al valore nominale.

In relazione al primo punto, si nota che, come già detto, la reale consistenza ed esistenza del credito verrebbe vagliata dall'attestatore (con assunzione di responsabilità personali sulla veridicità dei dati attestati) e soprattutto dal Commissario Giudiziale, che, seppur non costituiscono un vero e proprio accertamento, ridurrebbero sensibilmente il rischio di crediti non veritieri e aumentati rispetto al loro valore.

Con riguardo al secondo punto, invece, bisogna rilevare che il valore del credito dipenderebbe dalla capacità della società in concordato di rimborsarlo, in virtù del valore del suo patrimonio (ipotesi liquidatoria) oppure anche sulla base degli aggiuntivi flussi positivi derivanti dalla prosecuzione dell'attività aziendale (ipotesi di continuità). Nello *swap* il rimborso del credito in termini monetari verrebbe di fatto posticipato ad un momento successivo e coinciderebbe con le utilità ottenibili dai titoli offerti in conversione.

Più in particolare, appare utile precisare che a seguito dello *swap* i creditori convertendosi entrerebbero in possesso di azioni o di quote che attribuiscono utilità in maniera indiretta, ossia tramite l'esercizio dei diritti in esse incorporati. In altri termini il soggetto titolare delle azioni o delle quote riceverebbe utilità a seguito dell'esercizio di tali diritti, tra i quali, il diritto di vendere la propria partecipazione o di liquidarla e ricavarne il corrispettivo, di percepire gli eventuali utili *et similia*. In tali ipotesi, infatti, il socio, attraverso l'esercizio dei diritti incorporati nel titolo consegue un ricavato economico.

Conseguentemente le utilità che possono essere tratte dall'esercizio di tali diritti cambiano a

---

<sup>133</sup> Sul punto si veda F. DI SABATO, *L'estinzione per compensazione del debito di conferimento*, in *Contratto e impresa*, 1995, 654 ss.

seconda della natura del percorso concordatario.

In caso di procedura liquidatoria, il creditore che ha convertito i propri crediti in azioni o in quote avrebbe pressoché il diritto di percepire il ricavato della liquidazione della propria quota e pertanto, con elevate probabilità, il valore effettivo del credito convertito in partecipazione rischierebbe di essere inferiore al suo valore nominale (salvo le ipotesi, remote e per lo più teoriche, in cui il patrimonio della società fosse capiente e idoneo a rimborsare integralmente la quota di partecipazione dei creditori che hanno convertito i propri crediti, oppure di concordato liquidatorio con classi, laddove fosse previsto che la categoria dei creditori convertendi sia soddisfatta integralmente all'esito della procedura di liquidazione della società, eventualmente anche con il ricorso ad apporti esterni a titolo di nuova finanza, che garantiscano un rimborso del 100% del credito oggetto di *swap*).

Diverse, invece, potrebbero essere le valutazioni da farsi sul valore reale del credito nei casi di conversione in *equity*, *debt* o quasi *equity* nell'ambito nei programmi di risanamento in continuità.

In tali ipotesi il credito verrebbe valorizzato tenendo conto delle utilità incorporate nelle azioni o quote oggetto di conversione, ossia dei vantaggi economici, attuali o futuri, connessi ai diritti patrimoniali e amministrativi che sarebbero riconosciuti in capo al creditore che ha convertito i propri crediti in titoli (tra i quali il premio di maggioranza, il diritto agli utili stimati nel piano, il diritto al corrispettivo in caso di cessione a terzi).

Secondo tale approccio la valutazione si baserebbe anche su considerazioni prospettiche, ossia su previsioni di ricavi economici derivanti dalla continuità e in particolare dai flussi positivi stimati dal *business plan* nel periodo di piano.

In altri termini il valore effettivo del credito potrebbe coincidere con il suo valore nominale nelle ipotesi in cui sia possibile stabilire, anche su basi prospettiche, la possibilità di recuperare, mediante l'esercizio di tutti i diritti incorporati nei titoli oggetto di conversione, utilità concrete per un valore pari a quello nominale.

Sul valore dei crediti oggetto di conversione e più nello specifico con riguardo al tema *della par conditio creditorum*, in dottrina si è rilevato che l'attribuzione di partecipazioni con diritti e dunque valori economici differenti potrebbe condurre alla violazione del predetto principio. Più in particolare tale violazione non si configurerebbe qualora i creditori che

partecipano all'operazione di *swap* dei crediti in azioni o quote ricevano una partecipazione con valore proporzionale all'ammontare dei propri crediti, ossia un numero di azioni o quote con valore economico proporzionale al credito vantato. Laddove, invece, il valore complessivo (l'insieme di tutte le azioni o quote) della partecipazione sociale attribuita in conversione, indipendentemente dal numero delle azioni o quote che la compongono o dal suo valore nominale individuale, abbia un valore effettivo superiore al valore nominale (si pensi al "plusvalore" legato al c.d. premio di maggioranza in caso di attribuzione di una partecipazione di controllo) e dunque anche al credito vantato oggetto di *swap*, si verificherebbe una violazione del *principio della par conditio creditorum*, che potrebbe essere evitata mediante l'attribuzione di azioni in numero non proporzionale al proprio credito, in modo da allineare il valore economico della partecipazione attribuita con il valore del credito vantato<sup>134</sup>.

Inoltre, analizzando l'altra faccia della medaglia dello *swap*, ossia il valore dei titoli offerti, la giurisprudenza di merito ha sostenuto che la conversione del credito in azioni, quote o altri titoli comporta solo una modifica qualitativa del credito, poiché <<*non si ravvisa differenza quantitativa tra un pagamento effettuato in denaro e un soddisfacimento effettuato con attribuzioni di quote, azioni od obbligazioni stimate appositamente dal professionista di cui agli artt. 160 e 161 l. f. Il valore della partecipazione sociale è del tutto equivalente a quello in denaro da un punto di vista meramente quantitativo*>><sup>135</sup>. Tale orientamento si concentra esclusivamente sul valore dei titoli oggetto di conversione. In particolare se da un canto non si nega l'evidente modifica qualitativa del credito, in virtù della sostituzione dell'originario pagamento in denaro, con la diversa modalità di soddisfazione costituita dall'attribuzione di azioni o quote, dall'altro si afferma che tale operazione di conversione e più nello specifico la stima dei titoli offerti in *swap*, avverrebbe sotto la adeguata tutela del professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, co. 3, lett. d), l. fall., ritenuto dotato di particolari competenze. Sempre a conferma della attendibilità del valore dei titoli, la citata giurisprudenza rileva che la legge fallimentare riconosce non solo un potere di controllo al tribunale, nel più generale giudizio di fattibilità, sul valore delle azioni offerte in

---

<sup>134</sup> G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra i soci*, in *Riv. Soc.*, 2011, 5, 852 ss.

<sup>135</sup> In tal modo si esprime Trib. Sulmona, 2 novembre 2010, in *www.ilcaso.it*.



conversione, ma anche il diritto di opposizione ai creditori *ex art. 180 l. fall.*, qualora il valore dei titoli oggetto di conversione non fosse in linea con quanto ipotizzato nel piano concordatario.

Da un punto di vista contabile, invece, ulteriori criticità sono state rilevate in relazione al criterio corretto da utilizzare per la contabilizzazione dello strumento emesso nell'operazione di *swap*, ossia il *fair value* del titolo proposto in conversione, oppure il *fair value* della passività finanziaria estinta. Tuttavia, a parere della dottrina<sup>136</sup>, nelle operazioni di ristrutturazione la determinazione del *fair value* risulterebbe complessa e non sempre affidabile, poiché la ristrutturazione aziendale è una tipica operazione in cui i corrispettivi negoziati riflettono i valori di transazioni in un certo senso imposte o forzate (la società sarebbe quasi costretta a rinegoziare i termini di un accordo per evitare il fallimento). Pertanto, nei casi in cui non fosse possibile determinare in maniera certa il valore dello strumento finanziario emesso dalla società, si dovrebbe preferire il criterio del *fair value* della passività finanziaria estinta. Altri dubbi, inoltre, sono stati indicati dalla citata dottrina in relazione al momento in cui dovrebbe essere effettuata la valutazione del credito, a fronte della doppia alternativa tra la data di emissione degli strumenti e quella successiva al risanamento.

Seppure il dibattito interpretativo su tali aspetti risulti ancora aperto, giova rilevare che autorevole dottrina ha rilevato che <<*alla figura della compensazione è implicita l'eventualità di un diverso valore economico dei due crediti che si estinguono*>>. Pertanto anche nello *swap* dei crediti in ambito concordatario appare difficile poter sempre individuare con esattezza il valore reale del credito convertito, che potrebbe pertanto risultare non perfettamente equivalente con il corrispondente valore nominale del titolo oggetto di conversione<sup>137</sup>.

### **5.3 La sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione (sino all'omologa)**

In tema di ricapitalizzazione, inoltre, giova rilevare che a seguito dell'introduzione del nuovo

---

<sup>136</sup> <sup>136</sup> Sul punto si veda F. NIGRO, L. SCARANI, A. BONISSONI, *Ristrutturazione del debito con conversione delle passività in "equity"*, in *Diritto e pratica delle società*, 2010, 4, 22.

<sup>137</sup> In tal senso C. ANGELICI, *Appunti sull'art. 2346 c.c. con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 175 ss

art. 182-*sexies* l. fall., dalla data del deposito della domanda per l'ammissione al concordato preventivo, anche a norma dell'articolo 161, co. 6 (nonché della domanda per l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione di cui all'articolo 182-*bis*, l. fall., ovvero della proposta di accordo a norma del sesto comma dello stesso articolo) e sino all'omologazione, gli obblighi di ricapitalizzazione per perdite, nonché la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, n. 4, e 2545-*duodecies* c.c., rimangono sospesi<sup>138</sup>.

Con tale norma si è voluto introdurre una sospensione *ex lege* della disciplina della riduzione del capitale sociale per perdite, che consente al debitore di rinviare l'adozione di tutte le misure e i provvedimenti necessari per risolvere la situazione di sottocapitalizzazione e dunque rimediare alle perdite, per permettergli di fruire dei benefici derivanti dalle sopravvenienze attive e dagli effetti positivi sul patrimonio netto che scaturiscono dall'omologazione del concordato preventivo o dall'accordo ai sensi dell'art. 182-*bis* l. fall. (stralci e/o conversioni dei crediti)<sup>139</sup>.

Tuttavia, l'effetto sospensivo prodotto dal citato art. 182-*sexies*, l. fall. cessa, con ripresa di tutti gli obblighi di ricapitalizzazione e copertura delle perdite, nella fase esecutiva del concordato preventivo e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti.

Nelle ipotesi in cui la società adotti la delibera di aumento del capitale, prima del deposito della domanda di concordato preventivo "completa" di tutti i documenti di cui all'art. 161,

---

<sup>138</sup> L'art. 182-*sexies* rubricato "*Riduzione o perdita del capitale della società in crisi*" è stato introdotto dall'art. 33 del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito in legge con modificazioni dalla legge 7 agosto 2012, n. 134, con efficacia a partire dal 11 settembre 2012.

<sup>139</sup> Con riguardo ai vari punti di contatto tra diritto societario e diritto della crisi di impresa, secondo E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, cit., 182, il diritto societario non è più in grado di rispondere alle attuali esigenze del sistema, alla luce della grave crisi che il nostro mercato sta vivendo. Pertanto i richiami alla disciplina societaria contenuti negli artt. 160 e 182-*sexies* l. fall., nonché il tema della responsabilità degli organi sociali nella scelta dello strumento più adeguato per far fronte alla crisi, a parere dell'autore creano non pochi problemi applicativi e di coordinamento con la disciplina ordinaria delle società di capitali, nata in un contesto di crescita economica differente da quello attuale. Sui temi richiamati si vedano anche A. DIMUNDO, *La sospensione dell'obbligo di riduzione del capitale sociale per perdite nelle procedure alternative al fallimento*, in *Fallimento*, 2013, 1157 ss; D. GALLETTI, *L'insorgere della crisi e il dover essere nel diritto societario: obblighi di comportamento degli organi sociali in caso di insolvenza*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it); C. MONTAGNANI, *Disciplina della riduzione del capitale: impresa o legislatore in crisi?*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 754 ss; P. MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 820 ss; F. PLATANIA, *Le operazioni sul capitale sociale nelle società in concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2011, 487 ss.

co. 2 e 3, l. fall., subordinando la sua efficacia all'omologa del concordato medesimo, al verificarsi di tale condizione, la società, da un canto coprirà le perdite con lo stralcio concordatario e/o la conversione dei crediti in capitale, obbligazioni o in strumenti finanziari, dall'altro ricostituirà il capitale sociale (per riportarlo alla misura minima prevista dalla legge o per dotarlo di nuove e ulteriori risorse) mediante l'emissione di nuove azioni, che solitamente vengono offerte in sottoscrizione, in via preferenziale, ai medesimi creditori che si fanno carico della ristrutturazione, per consentirgli di prendere il controllo della società e verificare la corretta esecuzione del piano concordatario.

Con la sopra descritta operazione di conversione dei crediti in capitale, obbligazioni o strumenti finanziari, pertanto, si concede alla società in crisi di ridurre l'indebitamento o addirittura di beneficiare di nuove risorse (spesso sotto forma di forniture strategiche, mantenute per garantire la continuità, con previsione di conversione anche dei crediti maturati a tal riguardo).

Con tale scambio, in sostanza, si agevola il percorso di ripresa dell'impresa, anche consentendo ai creditori l'ingresso nella compagine azionaria, nella veste di "nuovi" soci.

#### **5.4 La valutazione degli interessi dei creditori nella definizione del programma di ristrutturazione**

A tal riguardo, tuttavia, come già rilevato nei capitoli precedenti in relazione al caso Socotherm (dove la prima versione di piano, successivamente modificata, prevedeva la conservazione del controllo della società nelle mani del vecchio azionista), bisogna considerare che assume particolare rilievo il contenuto del piano concordatario, nella parte dedicata ai termini e alle condizioni dello *swap*, poiché solo laddove l'operazione presenti concreti profili di convenienza potrebbe essere votata favorevolmente dai creditori, con la conseguente approvazione e omologa dello strumento concordatario e dunque il salvataggio dell'impresa.

Sul punto si constata, infatti, che le operazioni di conversione possono produrre in capo ai creditori "convertendi" benefici di carattere economico, a seconda della tipologia del bene oggetto della conversione (azioni, obbligazioni o strumenti finanziari), nonché dei contenuti in esso previsti, poiché tali titoli, sul piano gestorio, potrebbero permettere ai creditori neo-

soci di partecipare attivamente alla gestione della società, mediante la scelta dei membri ai quali viene demandato il *management* dell'impresa. Spesso lo stesso piano concordatario prevede, quale misura congiunta all'operazione di *swap*, le dimissioni irrevocabili degli amministratori e dei membri del consiglio sindacale, per consentire ai creditori che devono farsi carico della ristrutturazione, di controllare direttamente la gestione durante il nuovo periodo di continuità, mediante la nomina di uomini di fiducia, in un'ottica di discontinuità finalizzata a garantire risultati aziendali migliori.

Pertanto la conversione dei crediti può rappresentare una soluzione conveniente per i creditori commerciali (ad esempio i fornitori), che potrebbero avere un interesse al risanamento dell'impresa, per mantenere un rapporto con l'azienda medesima, ma anche per i creditori puramente finanziari (le banche), interessati a recuperare i crediti e a minimizzare al massimo le perdite, evitando l'alternativa fallimentare, dalla quale deriverebbero effetti più gravosi in termini di recupero e rimborso dei crediti vantati. Risulta notorio, infatti, che in ipotesi di fallimento il valore dell'azienda, in caso di vendita in blocco, subirebbe una svalutazione, nonché i singoli cespiti che la compongono, in caso di vendita atomistica, condurrebbero a valori di realizzo inferiori a quelli che è possibile prevedere in uno scenario concordatario<sup>140</sup>.

Diversamente le banche -stante l'attuale situazione di crisi e i lunghi tempi connessi alle procedure concordatarie, nonché la nuova disciplina di favore introdotta in tema di NPLs (cd. *non performing loan*), che facilita il finanziamento delle operazioni di cessione delle sofferenze, al fine di sbloccare il mercato dei crediti in sofferenza, in virtù della possibilità di ottenere il rilascio di garanzie "GACS" da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze, sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui all'art. 1 della Legge 130/1999 - potrebbero non essere interessate all'operazione di *swap* in un'ottica di successiva cessione dei crediti cosiddetti *non performing*<sup>141</sup>. In virtù dei motivi sopra

---

<sup>140</sup> In dottrina è stato sostenuto che tali creditori sono portatori di interessi "esterni" a quelli relativi al rapporto debito-credito. In tal senso L. ROVELLI, *Un diritto per l'economia. Bilancio di una stagione di riforme. Una scelta di degiurisdizionalizzazione?*, cit., 57 ss.

<sup>141</sup> Legge 8 aprile 2016, n. 49 di conversione, con modificazioni, del decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, recante misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio, pubblicata in G.U., Serie Generale n.87, del 14 aprile 2016.

descritti, nonché dell'orientamento critico assunto negli ultimi anni dalle banche nella valutazione dei concordati preventivi, soprattutto liquidatori (difficilmente ritenuti un'alternativa più conveniente rispetto al fallimento, salvo le ipotesi di proposte con percentuali di soddisfacimento superiori al limite del 20% imposto dalla legge o l'esistenza di apporti di finanza da parte di soggetti terzi), l'operazione di conversione dei crediti nei programmi di risanamento in continuità potrebbe essere guardata con diffidenza, soprattutto dalle banche che vantano crediti di importo minore, che potrebbero preferire una immediata cessione del credito a valori modesti, ma certi e senza attese.

### **5.5 L'operazione di *swap* dei crediti nei concordati in continuità o liquidatori?**

Proseguendo nell'analisi si sottolinea nuovamente che l'operazione straordinaria di conversione del credito in azioni, obbligazioni o strumenti finanziari presuppone un piano che prevede il risanamento dell'azienda, attraverso la continuità dell'attività di impresa. Infatti tale operazione è funzionale a ridurre l'indebitamento e a risolvere i problemi legati alla ricapitalizzazione della società in caso di perdite, in virtù del venir meno delle poste passive oggetto di conversione.

Seppur l'ipotesi di conversione in generale non risulta espressamente vietata nei concordati liquidatori -salvo il rispetto della misura minima di soddisfazione percentuale da offrire ai creditori *ex art.* 160, ult. co., l. fall., che impone il pagamento (in denaro) di almeno il venti per cento dell'ammontare dei crediti chirografari (*infra* paragrafo successivo)- un'ipotesi di conversione prodromica e strumentale ad un piano liquidatorio non sembrerebbe presentare profili di convenienza. Nel caso di conversione in azioni, infatti, si ricostituirebbe il capitale sociale per poi porre subito in liquidazione la società. Tale operazione non sembrerebbe idonea a produrre alcun particolare beneficio per il ceto creditorio, poiché gli *ex* creditori, divenuti soci, verrebbero soddisfatti con le somme rivenienti dalla liquidazione del patrimonio, che verrebbero incassate a diverso titolo, ossia non più come pagamento di un credito, bensì come rimborso delle quote di liquidazione. Tuttavia a seguito della conversione con successiva liquidazione si registrerebbero i medesimi valori di realizzo che si sarebbero potuti ottenere attraverso un concordato preventivo immediatamente liquidatorio, salvo il rischio di un soddisfacimento in misura inferiore, stante l'eventuale

svalutazione connessa all'allungamento delle tempistiche nella dismissione degli *assets* e i maggior costi legati alla citata operazione di conversione (si pensi ai costi relativi alle delibere assembleari notarili).

La stessa conclusione deve ritenersi valida per le ipotesi di *swap* in obbligazioni o strumenti finanziari, poiché tali titoli incorporano diritti e utilità che presupporrebbero una certa prospettiva di continuità di medio-lungo periodo da parte della società, che si pone in contrapposizione con lo scenario liquidatorio. Più nel dettaglio l'eventuale remunerazione periodica fissa connessa a tali titoli mal si concilierebbe con un processo di ristrutturazione di carattere liquidatorio, poiché verrebbe limitata ad un periodo ristretto, coincidente con il completamento delle operazioni di disgregazione aziendale. In altri termini la società emetterebbe obbligazioni o strumenti finanziari partecipativi che sarebbero destinati ad essere rimborsati in un periodo breve, coincidente con la dismissione dell'intero patrimonio. Sulla base di tali considerazioni appare possibile ritenere che la conversione dei crediti (forzosa o volontaria) in *equity*, *debt* o quasi *equity*, prevista nell'ambito di un programma di ristrutturazione del debito di natura liquidatoria non rappresenta una soluzione conveniente per i creditori.

## **5.6 La misura percentuale di soddisfacimento nella conversione dei crediti**

Altro aspetto rilevante nelle operazioni di conversione è rappresentato dalla misura percentuale di soddisfacimento offerta ai creditori. A tal riguardo non sorgono dubbi sull'ammissibilità di una conversione totale dei crediti, con soddisfazione integrale al 100%, salvo il pagamento in denaro dei creditori privilegiati (*infra* paragrafo successivo). Allo stesso modo non sembrerebbe potersi escludere un trattamento differenziato tra creditori chirografari, con offerta di rimborso solo parziale per alcuni creditori e conseguente conversione solo di una parte dei crediti vantati nei confronti della società, con falcidia del credito residuo, salvo il rispetto delle regole stabilite sulla suddivisione in classi e sul divieto di alterazione dell'ordine delle cause legittime di prelazione (sul tema si rinvia al successivo cap. 4, par. 2.1.)<sup>142</sup>.

---

<sup>142</sup> Sul punto si è osservato che, nelle ipotesi in cui la conversione del credito nel capitale sociale sia solo parziale e il residuo credito sia oggetto di consolidamento, il dubbio sulla eventuale applicabilità, al credito

Inoltre, con riguardo alla misura minima di soddisfazione percentuale da offrire ai creditori, si rileva che, come noto, l'art. dall'art. 160, ult. co., l. fall. impone il pagamento di almeno il venti per cento dell'ammontare dei crediti chirografari solo nei concordati liquidatori, disponendo in maniera espressa la non applicabilità di tale pre-requisito al concordato con continuità aziendale di cui all'articolo 186-bis, l. fall.

In aggiunta, come si è già detto, seppur l'operazione di *swap* dei crediti sia astrattamente ipotizzabile anche in ambito liquidatorio, tale misura risulterebbe più efficace qualora fosse adottata nei concordati in continuità. In tale ultima ipotesi, dunque, fatta salva la regola della soddisfazione integrale dei creditori privilegiati (non degradati ai sensi dell'art. 160, co. 2, l. fall.), considerata l'assenza di un obbligo di soddisfazione minima dei creditori chirografari, si può ritenere che, su un piano teorico di ammissibilità giuridica della proposta concordataria, l'offerta di conversione potrebbe anche prevedere una conversione parziale dei crediti, con misura di soddisfazione anche inferiore al venti per cento del credito complessivo.

In particolare qualora la conversione fosse parziale, l'eventuale porzione di credito residuo non convertito, salvo vi sia la possibilità concreta di soddisfarlo mediante un pagamento in denaro o con l'assegnazione di altri beni in natura (ipotesi difficile), sarebbe inevitabilmente stralciato (con possibili ripercussioni negative sul creditore convertendo chiamato al voto, al quale verrebbe chiesto non solo di credere nel programma di ristrutturazione del debito in continuità, ma anche di rinunciare a parte del credito, che non verrebbe né convertito né soddisfatto in maniera alternativa). Inoltre lo *swap* parziale dovrebbe stabilire delle percentuali di conversione paritetiche tra i creditori, al fine di garantire una partecipazione al capitale, dunque un peso nella società, in proporzione all'entità del credito vantato. Diversamente qualora si offrisse ai piccoli creditori la possibilità di convertire il 100% del proprio credito, quest'ultimi potrebbero acquisire una partecipazione di maggioranza nella società, rispetto ai creditori maggiormente esposti, pregiudicati dalla conversione parziale del loro credito, con conseguente rischio di violazione della *par conditio creditorum*.

---

residuo non convertito, degli artt. 2467 e 2497-*quinquies*, l. fall., andrebbe risolto con l'applicazione del disposto di cui all'art. 182-*quater*, co. 3, l. fall. In tal senso si veda E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, cit., 183.

Naturalmente tali ragionamenti sembrerebbero confinati a rimanere più su un piano teorico, poiché una proposta concordataria con ipotesi di conversioni “selettive” parziali e totali, che permettano ai creditori meno esposti di acquisire partecipazioni rilevanti a discapito di quelli che vantano crediti più ingenti, salvo, si ribadisce, non si preveda la soddisfazione totale anche della parte residua non convertita con pagamenti in denaro o in altra forma alternativa, non solo aprirebbe a possibili violazioni della *par conditio creditorum*, ma inoltre equivarrebbe ad un voto negativo da parte dei maggiori creditori pregiudicati da tale schema, i quali, secondo il principio capitalistico su cui poggia il sistema di voto e di calcolo delle maggioranze, determinerebbero la mancata approvazione del concordato preventivo.

### **5.7 La conversione come modalità di soddisfazione anche dei creditori privilegiati?**

Un ulteriore questione oggetto di discussione riguarda la possibilità di soddisfare anche i creditori privilegiati, mediante la conversione dei crediti in azioni, obbligazioni o altri titoli. Appare utile considerare in via preliminare che, come stabilito dalla Cassazione, al fine di incentivare il ricorso allo strumento del concordato preventivo ed eliminare una illogica diversità di disciplina rispetto al concordato fallimentare, il legislatore ha contemplato la possibilità di “pagare” in percentuale i creditori privilegiati, sempreché la misura del soddisfacimento proposta non sia inferiore a quella realizzabile sul ricavato in caso di vendita dei beni sui quali il privilegio cade<sup>143</sup>.

A tal riguardo si è notato che se da un canto lo *swap* dei crediti risulterebbe ammissibile, qualora fosse proposto ai creditori chirografari, in virtù del riconoscimento del diritto di voto (che consentirebbe loro di esprimere il proprio giudizio sulla convenienza dell’operazione), dall’altro, salvo le ipotesi di degrado al chirografo ai sensi dell’art. 160, co. 2, l. fall., tale particolare modalità di soddisfazione non apparirebbe applicabile nei confronti dei creditori privilegiati, qualora il bene sul quale insiste il privilegio fosse capiente<sup>144</sup>.

---

<sup>143</sup> Sul punto si veda Cass., 22 marzo 2010, n. 6901, in [www.unijuris.it](http://www.unijuris.it).

<sup>144</sup> Sul punto si veda S. AMBROSINI, *Appunti in tema di concordato con continuità aziendale*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2013, 20, che ammette la possibilità di soddisfare i creditori privilegiati con la dazione di determinati titoli in luogo del denaro, solo previo raggiungimento di un accordo extra concorsuale, modificativo dell’originaria pretesa pecuniaria, nonché G.B. NARDECCHIA, *Gli effetti del concordato preventivo sui creditori*, Milano, 2011, 35, secondo il quale se risulta certa la possibilità di soddisfare i creditori chirografari con una prestazione diversa <<non lo è per quelli privilegiati>>. Anche F. FIMMANO, *L’allocazione efficiente dell’impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, 77, sembrerebbe riconoscere la possibilità



Tale ragionamento si fonda sostanzialmente sul mancato riconoscimento del diritto di voto ai creditori privilegiati (salvo rinuncia alle garanzie o al privilegio), ai sensi dell'art. 177, co. 2, l. fall. Pertanto l'esclusione dal voto, come rilevato dalla dottrina, si tradurrebbe in una sostanziale indifferenza alle sorti del concordato, che però non potrebbe comportare alcuna modifica coattiva del rapporto obbligatorio<sup>145</sup>.

In altri termini la soddisfazione dei crediti in un modo alternativo e diverso da quello pattuito originariamente tra le parti (debitore e creditore privilegiato) potrebbe avvenire solo nell'ambito di un accordo negoziale, pattuito tra le medesime parti e modificativo delle previsioni inizialmente pattuite (pagamento in denaro). Dunque solo la comune volontà del creditore privilegiato e del debitore potrebbe ammettere una soddisfazione del credito privilegiato (coperto dal valore del bene sul quale insiste il diritto di prelazione) con l'assegnazione di titoli in luogo del denaro.

Tuttavia, l'art. 177, co. 3, l. fall. prevede l'equiparazione al chirografo, ai fini del voto, per la parte residua del credito non "garantita" dal valore del bene sul quale grava la garanzia. Dunque, in virtù del riconoscimento del voto, sembra configurabile una proposta ai creditori privilegiati di soddisfacimento con una prestazione diversa dal denaro (dunque anche con assegnazione di azioni, obbligazioni o strumenti finanziari partecipativi), ma solo per la parte di privilegio oggetto di degrado al chirografo, sulla base della relazione dell'esperto, come previsto all'art. 160, co. 2, l. fall.

In tale ipotesi, come già anticipato, la proposta concordataria prevedrebbe una conversione del credito parziale. Il creditore privilegiato sarebbe soddisfatto con due modalità: (i) con le somme rivenienti dalla liquidazione dei beni sui quali insiste il privilegio; e per la parte degradata per incapacità del bene (ii) mediante lo *swap in equity, debt* o quasi *equity*.

Inoltre, qualora la conversione della parte del credito residuo degradato avvenisse per la totalità del suo valore (senza stralcio), il creditore verrebbe soddisfatto in maniera integrale

---

di trasformare i crediti privilegiati in azioni o altri titoli, nell'ambito di una procedura concordataria, solo nelle ipotesi in cui le garanzie non coprano il valore di siffatti crediti.

Sulla possibilità di soddisfare i creditori privilegiati con assegnazione di azioni solo in caso di incapacità e conseguente mancata soddisfazione integrale dei crediti si veda Trib. Milano, 18 luglio 2010, in *Fall.*, 2010, 1216.

<sup>145</sup> Sul punto si veda L. STANGHELLINI, *L'approvazione dei creditori nel concordato preventivo: legittimazione al voto, maggioranze e voto per classi*, in *Fall.*, 2006, 1060, citato da G.B. NARDECCHIA, *Gli effetti del concordato preventivo sui creditori*, cit., 35.

(cumulando la parte privilegiata pagata in denaro e la parte chirografaria soddisfatta con lo *swap*) e, ferme le regole sul divieto di alterazione dell'ordine delle cause legittime di prelazione, andrebbe inserito in apposita classe, per evitare la violazione del principio della *par conditio creditorum*, nel caso il piano preveda la soddisfazione degli altri creditori in misura inferiore.

## **6 I titoli offerti in conversione**

Come analizzato l'art. 160 l. fall. prevede diverse soluzioni per ristrutturare il debito. Il recupero della stabilità economica, finanziaria e patrimoniale della società in crisi può essere perseguita in qualsiasi forma, ossia mediante l'attribuzione delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato ad un assuntore; la suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei, con previsione di trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse; la liquidazione dei beni mediante *cessio bonorum*; l'accollo; la fusione o la scissione, quali operazioni esecutive degli obiettivi prefissati dal piano concordatario; l'emissione di titoli destinati a essere sottoscritti dai soci o da terzi; nonché mediante la conversione di una parte o di tutti i crediti concorsuali<sup>146</sup>.

---

<sup>146</sup> In relazione ai criteri di divisione dei creditori in classi la norma non fornisce indicazioni interpretative chiare. Tuttavia, in dottrina, è stato sostenuto che l'unica distinzione possibile in ordine al concetto di "posizione giuridica" deve essere individuata nella natura del credito, ossia tra creditori privilegiati e chirografari. In tal senso si veda O. DE CICCO, *Le classi di creditori nel concordato preventivo*, Napoli, 2007, 105. In relazione, invece, al secondo parametro indicato nell'art. 160, co. 1, lett.c), l. fall., ossia alla "omogeneità degli interessi economici", si è affermato che il piano può distinguere e dividere i creditori in classi sulla base dell'appartenenza ad una categoria economica (ad esempio creditori finanziari, commerciali o erario) o dell'entità del credito. Sul punto si veda M.R. GROSSI, *La riforma della legge fallimentare*, Milano, 2005, 142. Relativamente, invece, al concordato con cessione dei beni, in dottrina è stato precisato che, diversamente da quanto potrebbe intuirsi dall'interpretazione letterale dell'art. 160, co. 1, lett. a), l. fall., in tale ipotesi il soddisfacimento dei creditori non si realizza estinguendo l'obbligazione con una *datio in solutum*, bensì mediante un pagamento in denaro ai sensi dell'art. 1277 c.c., ossia utilizzando i soldi ricavati dalla vendita degli *assets* della società. In tal senso si veda I. GRECO, *La soddisfazione dei creditori attraverso l'attribuzione di azioni, quote e obbligazioni*, cit. 316. Con riguardo alle operazioni straordinarie e in particolare alla fusione, sebbene l'incorporazione della società in stato di crisi in un'altra società patrimonializzata, con conseguente assunzione dei debiti della prima da parte della società incorporante, è stata ritenuta la soluzione più idonea nell'ambito delle procedure di ristrutturazione concordatarie, anche l'operazione inversa è stata ritenuta ammissibile e idonea a permettere la gestione della crisi. In tal senso, tra tutti, si veda F. GUERRERA e M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, cit., 79. In relazione, invece, alla scissione, quale operazione straordinaria esecutiva di un piano concordatario di ristrutturazione del debito, è stato ritenuto che l'art. 2506 c.c. consente alla società in crisi di ristrutturare il debito non solo mediante una

In tale ultima ipotesi, la soddisfazione dei creditori può essere realizzata attraverso l'attribuzione ai creditori, a titolo solutorio, di beni con caratteristiche e diritti diversi. Più nello specifico sarà possibile prevedere la conversione dei crediti in: i) partecipazioni sociali nella società debitrice o in altra società nella quale è stato conferito il patrimonio della prima, per continuarne l'attività; ii) obbligazioni, anche convertibili in azioni; iii) altri strumenti finanziari e titoli di debito.

Con tale operazione, tuttavia, la società non sarà tenuta a garantire, a favore dei creditori, il conseguimento di un predeterminato risultato reale, bensì sarà chiamata ad illustrare le caratteristiche dei beni offerti in conversione e soprattutto dei diritti che quest'ultimi incorporano<sup>147</sup>.

### **6.1 Equity swap**

I piani concordatari possono prevedere lo scambio del debito maturato dalla società in crisi con partecipazioni sociali della medesima o di altra società.

A tal riguardo si rileva che l'autonomia riconosciuta al debitore dall'art. 160, co. 1, l. fall., nella scelta delle misure da adottare per la ristrutturazione del debito, con possibilità di conversione dei crediti in azioni, trova ulteriore conferma anche negli ampi spazi di libertà riconosciuti all'autonomia privata dal diritto societario e in particolare dall'art. 2348, co. 2, c.c., nella parte in cui prevede la possibilità di creare azioni con diritti diversi, riconoscendo alla società, nei limiti imposti dalla legge, la libertà di determinare, tuttavia non senza rischi, anche il contenuto delle azioni<sup>148</sup>.

Pertanto, sulla base di una combinata lettura del diritto fallimentare e del diritto societario,

---

scissione totale, con trasferimento dell'intero patrimonio a favore di altra società e conseguente scioglimento della conferente senza una previa attività di liquidazione, ma anche attraverso una scissione parziale, con trasferimento in capo ad altra società beneficiari solo di parte del patrimonio. In tale ultima ipotesi, pertanto, la società in concordato preventivo che si scinde continuerà la propria attività. In tal senso, tra tutti, si veda S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), XI, Padova, 2008, 39.

<sup>147</sup> In tal senso si veda M. FERRO, *Sub. Art. 160*, cit., 2077.

<sup>148</sup> In senso critico sulla scelta del legislatore del 2003 di liberalizzare il contenuto delle azioni che la società per azioni può emettere, in dottrina è stato affermato che affidando al mercato la selezione degli strumenti più idonei al finanziamento delle imprese può causare dei problemi, poiché in tal modo si espone il sistema economico nazionale sia all'aumento dei costi di transazione, sia ad un più elevato rischio di nuovi fallimenti. In tal senso G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012, 35 ss.

al debitore è riconosciuta la possibilità non solo di prevedere piani di ristrutturazione concordati con soddisfazione dei creditori mediante conversione dei crediti in capitale di rischio, ma anche di creare a tal riguardo categorie di azioni fornite di diritti diversi, nel rispetto, però, del vincolo di uguaglianza “relativa” e “oggettiva” imposto dall’art. 2348, co. 3, c.c., in base al quale tutte le azioni appartenenti alla medesima categoria conferiscono uguali diritti, nonché, nelle ipotesi di classazione, del principio della *par conditio creditorum* nel trattamento dei creditori appartenenti alla medesima classe<sup>149</sup>.

Dunque, fatto salvo il divieto di patto leonino ai sensi dell’art. 2265 c.c., il debitore, a titolo esemplificativo, potrà statutariamente prevedere azioni: i) completamente prive di voto, ma dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale; ii) con diritto di voto limitato a particolari argomenti (operazioni straordinarie, distribuzione degli utili *et similia*); iii) con diritto di voto subordinato al verificarsi di determinati eventi non meramente potestativi, ossia che non dipendono dall’arbitrio degli amministratori; iv) con diritto di voto limitato a una misura massima o scaglionato, in relazione al “pacchetto” detenuto da uno stesso soggetto; v) che attribuiscono diritto di preferenza nella distribuzione degli utili e/o nel rimborso del capitale al momento dello scioglimento della società; vi) postergate nelle perdite; vii) fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell’attività sociale di un determinato ramo d’azienda e via discorrendo<sup>150</sup>.

Perciò la società in crisi, al fine di agevolare un percorso di ristrutturazione del debito, può

---

<sup>149</sup> Tra i vari richiami al diritto societario, da parte della disciplina in tema di crisi di impresa, si evidenziano gli artt. 160 l. fall., nella parte in cui si prevede il soddisfacimento dei creditori mediante l’adozione di operazioni straordinarie, nonché l’art. 182-*sexies* l. fall. introdotto con la recente riforma del 2012 (d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito l. 7 agosto 2012, n. 134), in tema di sospensione delle norme a tutela del capitale sociale, applicabili sia alla domanda di concordato preventivo “completa”, nonché in “bianco”, sia alle ipotesi di accordo ai sensi dell’art. 182-*bis*, l. fall., nonché alla ipotesi di “proposta di accordo” disciplinata dal comma 6 del medesimo articolo. Sul tema del rispetto del principio della *par conditio creditorum* si veda G. D’ATTORRE, *L’attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, cit., 852 ss, secondo il quale <<la valutazione del rispetto della *par conditio creditorum* deve essere compiuta non già con riferimento al mero numero delle azioni o alla misura della quota attribuita al socio, ma in relazione all’effettivo valore economico delle azioni o della quota>>, poiché ciascuna azione o quota potrebbe incorporare un pacchetto di diritti amministrativi diversi, riconoscendo a ciascun socio un peso diverso nella partecipazione sociale e dunque sugli assetti societari.

<sup>150</sup> Per un quadro sulle diverse categorie di azioni si veda F. SIGNORELLI, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006. A tal riguardo si rileva che la riforma ex D.lgs 6/2003 ha confermato la legittimità del principio di atipicità in tema di categorie azionarie, al fine di facilitare alla società la raccolta di risorse finanziarie, mediante la creazione di azioni con contenuto e diritti diversi che permettano di venire incontro alle differenti esigenze dei sottoscrittori, agevolando la loro sottoscrizione.

creare specifiche categorie di azioni, differenziate rispetto a quelle offerte ai soci o ad altri creditori, potendo privilegiare il profilo patrimoniale, con eventuali restrizioni sul piano dei diritti amministrativi, anche emettendo azioni postergate nelle perdite, ai sensi dell'art. 2348, co. 2, c.c.<sup>151</sup>.

Più nello specifico, nell'ambito della medesima operazione di ristrutturazione, è possibile offrire azioni diverse ai creditori della società, introducendo un trattamento differenziato, che tenga in considerazione le diverse esigenze e i bisogni di cui sono portatori, fatto salvo il rispetto del principio della *par conditio creditorum* nel trattamento dei creditori appartenenti alla medesima classe, in caso di divisione dei creditori con classazione. Sul punto si precisa che i creditori partecipanti all'operazione di conversione non hanno tutti i medesimi interessi e taluni di essi potrebbero essere privilegiati nel trattamento economico garantito dalle azioni oggetto di conversione, in virtù del ruolo assunto in concreto nell'ambito dell'operazione di ristrutturazione.

A tal proposito si pensi, ad esempio, ai crediti maturati dai fornitori strategici in relazione alle forniture mantenute durante la procedura di concordato preventivo (soprattutto nella sua fase iniziale o immediatamente precedente al deposito della domanda) o nelle ipotesi di nuovi investitori che immettono nuovi fondi per la continuazione dell'attività e ripresa economica. In tal caso, infatti, risulta chiara l'importanza dell'intervento di tali creditori, che dovranno essere trattati in misura peggiore rispetto ai creditori preesistenti, poiché grazie all'erogazione di nuovi finanziamenti o al mantenimento delle forniture essenziali si è

---

<sup>151</sup> Nella Relazione al decreto Legislativo recante la Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, è stato rilevato espressamente previsto che le azioni postergate nelle perdite rappresentano uno strumento utile e talvolta addirittura indispensabile per consentire il finanziamento all'impresa, specialmente nelle ipotesi di ristrutturazione del debito e gestione della crisi. Sebbene in passato siano stati avanzati dei dubbi sulla loro ammissibilità per una serie di motivi (Cfr. A. DALMARTELO, *Pareri pro veritate*, in *Giur. Comm.*, 1979, I, 369; A. GAMBINO, *Pareri pro veritate*, in *Giur. Comm.*, 1979, I, 378; P.G. JAGER, *Pareri pro veritate*, in *Giur. Comm.*, 1979, I, 81) attualmente le azioni postergate nelle perdite devono ritenersi legittime. Pertanto, in caso di riduzione del capitale sociale per perdite, tali azioni saranno incise solo dopo che saranno state annullate tutte le azioni ordinarie in circolazione. Inoltre, in caso di liquidazione, esse dovranno essere rimborsate prima delle azioni ordinarie, senza che possa invocarsi una violazione del patto leonino. Sul punto si veda G. CASELLI, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. Comm.*, 1980, I, 682. Sulla possibilità di emettere diverse categorie di azioni e in particolare quelle postergate nelle perdite, nell'ambito della gestione della crisi dell'impresa e più in particolare nelle ipotesi di accordo di ristrutturazione della crisi ai sensi dell'art. 182-bis l. fall. o di un piano attestato di risanamento ai sensi dell'art. 67, co. 3, lett. d), l. fall., più di recente, si veda E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, cit., 194.

permesso alla società la prosecuzione nell'attività aziendale.

Ad ulteriore conferma della libertà riconosciuta al debitore, inoltre, l'art. 2346, co. 4, c.c., permette alla società, se lo statuto lo consente, di assegnare azioni in maniera non proporzionale al valore del conferimento effettuato, lasciando ampi spazi di manovra nella costruzione dell'operazione di conversione<sup>152</sup>.

Con riguardo alle s.r.l., in virtù del mancato richiamo dell'art. 2346, co. 4, c.c. da parte dell'art. 2468, co. 2, c.c., sono stati sollevati alcuni dubbi in merito all'ammissibilità di un assegnazione non proporzionale ai conferimenti, che però dovrebbero ritenersi superati, qualora tale assegnazione fosse espressamente prevista dallo statuto<sup>153</sup>.

### **6.1.1 Lo swap in quote delle s.r.l.**

L'art. 160, co. 1, lett a), l. fall., nell'indicare i diversi titoli o partecipazioni che possono formare oggetto di conversione, accanto alle azioni, elenca le quote.

Con tale riferimento normativo il legislatore conferma in maniera espressa l'ammissibilità delle operazioni di "swap" anche per le società a responsabilità limitata.

Tuttavia, appare opportuno sviluppare alcune considerazioni sulla concreta applicabilità di tale soluzione a questa particolare tipologia di società di capitali.

Sul piano pratico, come noto, la società a responsabilità limitata rappresenta il modello associativo classico per le imprese di piccola dimensione o con partecipazione all'impresa sociale spesso da parte dei componenti del medesimo nucleo familiare<sup>154</sup>.

---

<sup>152</sup> L'art. 2346, co. 3, prima parte, c.c. stabilisce la regola generale secondo la quale a ciascun socio viene assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento. Tuttavia, la seconda parte del medesimo comma 3, prevede la possibilità, mediante apposita clausola statutaria, di adottare una diversa assegnazione delle azioni. In altri termini, sia in fase di costituzione, sia in quella di aumento del capitale, i soci possono stabilire che l'intero valore dei conferimenti venga solo in parte imputato a capitale, potendo imputare la parte residua ad altra voce del patrimonio netto, ossia a riserva da sovrapprezzo (che costituirebbe il sovrapprezzo pagato dai soci per ottenere l'assegnazione delle azioni). Sul tema si veda V. SANTORO, *Sub art. 2346*, in *La riforma delle società*, M. SANDULLI- V. SANTORO, Torino, 2003, II, 129 ss.

<sup>153</sup> Sul punto si veda E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, cit., 195.

<sup>154</sup> Al fine di incentivare la libera iniziativa imprenditoriale delle piccole imprese nel 2012 il legislatore ha introdotto un diverso tipo di società a responsabilità limitata, rappresentato dalla s.r.l. semplificata, disciplinata dall'art. 2463-bis c.c., articolo, quest'ultimo, introdotto dall'art. 3 del D.L. 24 gennaio 2012, n. 1 intitolato "*Disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività*", modificato in sede di conversione dalla legge 24 marzo 2012, n. 27. L'introduzione della s.r.l. semplificata rispondeva, in un momento di crisi economica, alla esigenza di favorire la creazione di un sistema di impresa

Questo tipo societario, infatti, è stato modellato nel tempo al fine di garantire una articolazione più snella e maggiore libertà all'autonomia privata, dunque permettere una più attiva e diretta partecipazione dei soci alla vita della società. L'ampio spazio di autonomia riconosciuto ai privati e la forte personalizzazione che il legislatore ha voluto riconoscere a tale tipo sociale rappresentano i due elementi fondamentali della s.r.l. L'impostazione appena descritta, pertanto, consente di modellare l'organizzazione della società in base alle esigenze particolari e personali dei soci, funzionali all'esercizio dell'impresa che si intende avviare<sup>155</sup>.

Nella società a responsabilità limitata la disciplina degli organi sociali è ampiamente demandata all'autonomia statutaria. Più nello specifico, in tema di decisione dei soci, è possibile prevedere delle soluzioni organizzative mutuata dalla disciplina delle società di persone, con la parziale soppressione del metodo assembleare, che viene declassato da organo essenziale a organo eventuale, investito solo delle decisioni più importanti<sup>156</sup>.

Allo stesso modo, anche i modelli di amministrazione possono essere definiti in maniera più flessibile, rispetto alla disciplina delle società per azioni, derogando al modello base rappresentato dalla tripartizione assemblea-organo amministrativo-collegio sindacale, al fine di optare per un modello più snello, che preveda l'amministrazione affidata a uno o più soci e in tale ultima ipotesi, l'atto costitutivo potrebbe anche prevedere la possibilità per gli amministratori di operare non come un classico consiglio di amministrazione, bensì disgiuntamente o congiuntamente come nelle società di persone.

L'ampia autonomia riconosciuta ai soci nella modellazione della disciplina applicabile alla tipologia societaria prescelta, in particolare nella "conformazione" degli organi sociali e nella ripartizione delle competenze tra assemblea e amministratori, in merito alla gestione dell'impresa, risponde alla chiara finalità di rendere il più possibile flessibile ed elastico lo schema associativo della società a responsabilità limitata, per poterlo "plasmare" sulla base degli interessi dei soci, in modo da valorizzare i profili di carattere personale presenti nelle

---

di facile accessibilità e più in particolare risiedeva nella necessità di creare uno strumento societario che potesse essere utilizzato come società di capitale e nello stesso tempo consentire, con limitate spese anche di investimento oltre che di costituzione, la possibilità di accedere ad un regime agevolato da parte dei giovani intenzionati a dar vita ad una nuova impresa di modeste dimensioni.

<sup>155</sup> In tal senso si veda A. GAMBINO- D.U. SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, II, 2013, 294 ss.

<sup>156</sup> Così si esprime M. CAMPOBASSO, *Manuale di Diritto commerciale*, Torino, 2011, 348

piccole e medie imprese.

In tal modo, infatti, si è reso disponibile un tipo di società di capitali che si adatta meglio, rispetto alla società per azioni, alle esigenze organizzative presenti nelle imprese di dimensioni piccole, con compagine societaria ristretta, attiva e solitamente a base familiare. Alla luce di quanto descritto, appare evidente che la società a responsabilità limitata, rappresenta una tipologia societaria adottata dalle imprese con pochi soci imprenditori, spesso membri dello stesso nucleo familiare.

Per tali motivi, seppur astrattamente configurabile, un eventuale operazione di conversione dei crediti in quote della s.r.l., rappresenta una soluzione che in alcuni casi potrebbe scontrarsi con la composizione e le caratteristiche intrinseche che contraddistinguono tale modello associativo.

Infatti, nelle ipotesi in cui lo statuto della società preveda la libera trasferibilità delle quote per atto *inter vivos*, l'operazione di conversione del debito in quote della società in crisi, con ingresso di un terzo nella società, potrebbe collidere con le peculiari caratteristiche che contraddistinguono la società a responsabilità limitata e più in particolare con la composizione della precedente compagine sociale, legata da rapporti di parentela e comuni interessi<sup>157</sup>.

Sul punto in dottrina è stato sostenuto che nella società a responsabilità limitata, anche in virtù della tendenziale coincidenza tra soci e amministratori, si dovrebbe ritenere che la soluzione dello “*swap*”, poiché decisione idonea a causare una rilevante modificazione dei diritti dei soci, in virtù del cambiamento che ne deriverebbe all'assetto della società, sino alla loro potenziale totale estromissione, dovrebbe essere frutto della volontà collegiale di tutti i soci, ossia di una delibera dell'assemblea ai sensi dell'art. 2479, co. 2, n. 5, c.c., che preceda o si accompagni alle consuete delibere dell'organo amministrativo ai sensi dell'art 152 l. fall.<sup>158</sup>.

Tuttavia, al fine di verificare la fattibilità concreta dell'operazione di conversione, la delibera

---

<sup>157</sup> Come da prassi statutaria con la dizione "trasferimento per atto tra vivi" si intendono compresi tutti i negozi di alienazione, nella più ampia accezione del termine, e quindi, oltre alla vendita, a puro titolo esemplificativo, i contratti di permuta, conferimento, dazione in pagamento e donazione.

<sup>158</sup> In tal senso I. GRECO, *La soddisfazione dei creditori attraverso l'attribuzione di azioni, quote e obbligazioni*, cit., 320.



di riduzione e contestuale aumento del capitale sociale, con sottoscrizione delle nuove quote da parte dei creditori “convertendi”, andrebbe deliberata prima del deposito della domanda di concordato preventivo, con efficacia sospesa sino all’omologa.

Inoltre altri dubbi e criticità potrebbero prendere corpo, ad esempio, nelle ipotesi in cui la ridefinizione degli assetti societari fosse il frutto di un’operazione di conversione dei crediti, prevista in una proposta concorrente ai sensi dell’art. 163 l. fall., poiché in tale ipotesi l’ingresso forzoso di “estranei” nella compagine sociale verrebbe deciso da terzi soggetti, ossia dai creditori, diversamente dalle ordinarie ipotesi in cui il trasferimento della singola partecipazione è decisa dal socio.

### **6.1.2 Le criticità dello *swap* nelle proposte concorrenti ai sensi dell’art. 163 l. fall.**

L’art. 3 del D.L. 27 giugno 2015 n. 83, convertito, con modificazioni, dalla L. 6 agosto 2015 n. 132, mediante le modifiche apportate all’art. 163 l. fall., ha introdotto la possibilità, per i creditori della società in crisi che rappresentano almeno il dieci per cento dei crediti risultanti dalla situazione patrimoniale depositata con la domanda di concordato preventivo “piena”, di presentare proposte concorrenti, qualora la misura percentuale di soddisfazione proposta ai creditori da parte del debitore non garantisca il pagamento di almeno il quaranta per cento dell’ammontare dei crediti chirografari o, nel caso di concordato con continuità aziendale di cui all’articolo 186-*bis* l. fall., di almeno il trenta per cento dell’ammontare di siffatti crediti<sup>159</sup>.

Al comma 5 del medesimo articolo 163, il legislatore ha previsto la possibilità per i citati creditori di formulare una proposta concorrente che preveda non solo l’intervento di terzi, ma anche, nelle ipotesi in cui la società in crisi rivesta la forma di società per azioni o a responsabilità limitata, la possibilità di deliberare un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto d’opzione. In tal modo, derogando alla ordinaria disciplina societaria, si rende possibile al terzo di prevedere un piano di ristrutturazione alternativo, con estromissione dei soci originari dall’operazione di aumento del capitale.

Inoltre in caso di mancata cooperazione da parte del debitore, all’aumento di capitale, ai

---

<sup>159</sup> Sulle recenti modifiche apportate all’art 163 l. fall. si veda G. D’ATTORRE, *Le proposte ostili*, in *La nuova mini-riforma della legge fallimentare*, M. SANDULLI – G. D’ATTORRE (a cura di), Torino, 2016, 117 ss.

sensi dell'art. 185, co. 6, l. fall. il tribunale potrebbe revocare l'organo amministrativo (se si tratta di società) e nominare un amministratore giudiziario *<<stabilendo la durata del suo incarico e attribuendogli il potere di compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla suddetta proposta, ivi inclusi, qualora tale proposta preveda un aumento del capitale sociale del debitore, la convocazione dell'assemblea straordinaria dei soci avente ad oggetto la delibera di tale aumento di capitale e l'esercizio del voto nella stessa. Quando e' stato nominato il liquidatore a norma dell'articolo 182, i compiti di amministratore giudiziario possono essere a lui attribuiti>>*.

Alla luce di quanto detto, il contenuto della proposta concorrente potrà essere plasmata con le medesime libertà e limiti previsti dall'art 160 l. fall., contemplando, pertanto, anche ipotesi di aumento del capitale sociale con conversione dei crediti in capitale, mediante il noto meccanismo della compensazione del debito da sottoscrizione con il credito vantato nei confronti della società emittente.

In relazione alle proposte concorrenti, ritenute "ostili", è stato sostenuto che l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione al di fuori dei limiti e delle condizioni previsti dagli artt. 2441 e 2481-bis c.c., rappresenterebbe una *<< sostanziale ablazione della partecipazione sociale >>* degli originari soci della società in concordato, idonea a incidere in maniera forzosa nella compagine societaria e provocare l'allontanamento dei precedenti soci, con l'ingresso di tutti i creditori, o di solo quelli per i quali è prevista la conversione. Tale potere dei creditori di estromettere i soci dalla compagine sociale, configurando una *<< espropriazione di fatto senza un indennizzo >>*, necessiterebbe di un bilanciamento, mediante l'individuazione di adeguati strumenti di tutela a favore dei soci, laddove la partecipazione sociale avesse ancora un effettivo valore patrimoniale. A tal riguardo, un possibile rimedio viene individuato sia nel riconoscimento, in capo al socio, del diritto di proporre opposizione all'omologazione, nonché nel dovere del tribunale, ove ravvisi il fenomeno espropriativo, di rigettare d'ufficio l'omologazione, per violazione della regolarità della procedura<sup>160</sup>.

---

<sup>160</sup> In tal senso G. D'ATTORRE, *Le proposte ostili*, cit., 121 ss. Secondo l'autore la partecipazione sociale rientrerebbe nei beni suscettibili di essere tutelati sia ai sensi dell'art. 1, primo protocollo, CEDU, sia ai sensi dell'art. 42, co. 3, Cost., in quanto oggetto di un diritto *erga omnes* che consente al titolare di escludere il godimento da parte di terzi.

I citati rischi, emersi nell'accurata analisi normativa delle modifiche introdotte all'art. 163 l. fall, su un piano concreto potrebbero sfumarsi, come tra l'altro rilevato dalla stessa dottrina<sup>161</sup>.

L'utilità economica delle azioni o delle quote non deriva dalla mera titolarità del bene immateriale, ma comunemente si individua nei diritti che le partecipazioni riconoscono al suo titolare (ossia di quelli amministrativi che consentono la partecipazione alla gestione societaria e di quelli patrimoniali finalizzati a produrre un ricavato economico), nonché nella possibilità di monetizzarle, vendendole a terzi o liquidandole<sup>162</sup>.

Nella prassi applicativa, le società coinvolte nelle procedure concordatarie si trovano in condizioni di forte sbilancio patrimoniale. In tale ipotesi le partecipazioni sociali della società in crisi non presentano un reale ed effettivo valore economico, rappresentando porzioni del capitale di una società con un elevato indebitamento. Solitamente la società ricorre allo strumento concordatario quando il valore del passivo è già di gran lunga superiore a quello dell'attivo. A tal riguardo si nota che lo strumento previsto dall'art. 160 e ss. l. fall. è la misura più drastica nel ventaglio di soluzioni messe a disposizione dalla disciplina sulla crisi d'impresa, che il debitore adotta quando non è più possibile, a causa dello stato di crisi in cui versa, ricorrere ai più tenui e alternativi accordi di ristrutturazione ai sensi dell'art. 182-bis l. fall. o piano attestato ex art. 67, co. 3, lett. d), l. fall.

Pertanto, in tale scenario, stante la grave crisi della società, che potrebbe condurre al fallimento della società anche durante la procedura concordataria medesima (si pensi all'eventuale declaratoria di inammissibilità, improcedibilità o revoca ai sensi dell'art 173 l. fall.), risulta difficile poter riconoscere alla partecipazione sociale alcun valore economico<sup>163</sup>.

Sulla base dell'esperienza registrata negli ultimi decenni, nei concordati liquidatori i creditori generalmente vengono soddisfatti solo in misura percentuale, con rilevanti falcidie

---

<sup>161</sup> Si veda G. D'ATTORRE, *Le proposte ostili*, cit., 129, nella parte in cui sostiene che la lesione dell'interesse economico dei soci della società in concordato può risultare "*ipotesi irrealistica*".

<sup>162</sup> In tal senso G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, cit., 852 ss.

<sup>163</sup> Nello stesso senso si veda Consiglio Notarile di Firenze, massima n. 58, *Aumento di capitale nel concordato preventivo a seguito del d.l. n. 83/2015*, cit., secondo il quale <<il patrimonio netto negativo non solo può corrispondere, ma in caso di procedura concorsuale frequentemente corrisponde, con l'assenza di qualsivoglia valore delle azioni dei soci>>.

(ne sono prova le precedenti stagioni di concordati liquidatori con soddisfazione percentuali pari all'1 o al 2%, ora vietati"). Pertanto, in seguito all'omologa e alla completa esecuzione del programma concordatario, con pagamento falcidiato delle pretese dei creditori, la società è destinata ad estinguersi. In tale ipotesi, non residuando alcun *assets* di cui i soci possono beneficiare, le partecipazioni sociali non avrebbero alcun valore economico.

Nel caso dei concordati in continuità, invece, appare possibile prevedere, su un piano astratto, che la partecipazione sociale, anche dopo la completa esecuzione del programma concordatario, con pagamento di tutti i creditori, possa conservare un valore economico. Tuttavia tale stima prognostica imporrebbe di valutare una serie di elementi contingenti e imprevedibili, relativi all'andamento del concordato e in particolare alla realizzazione di tutte le *assumptions* previste nel piano concordatario e in quello industriale, la cui realizzazione non risulta possibile prevedere con certezza in anticipo. Pertanto il presunto valore economico della partecipazione, quale ostacolo all'ammissibilità di proposte concorrenti che prevedano la conversione dei crediti in capitale, con estromissione dei soci dalla compagine sociale, non apparirebbe una giustificazione idonea e in linea con la *ratio* delle modifiche normative introdotte, ossia con l'intento di garantire una maggiore soddisfazione ai creditori, rispetto a quanto proposto dal debitore. Diversamente, garantendo una simile tutela ai soci della società debitrice, ossia negando l'ammissibilità di proposte concorrenti con estromissione dei soci, qualora la partecipazione sociale conservasse un valore economico (come detto da stimare a priori), si introdurrebbe una sorta di privilegio "immeritato" a discapito dei creditori, ossia di quei soggetti che hanno già subito un danno per il mancato pagamento delle proprie prestazioni, poiché gli verrebbe preclusa la possibilità di realizzare una operazione idonea a produrre un maggior vantaggio, rispetto a quello proposto con la domanda originaria depositata dal debitore.

Inoltre altri interrogativi potrebbero porsi nelle ipotesi in cui lo statuto della società a responsabilità limitata vietasse la libera trasferibilità delle quote per atto *inter vivos*, con conseguenti perplessità sull'ammissibilità dell'operazione di *swap*, qualora la conversione dei crediti non fosse decisa dai soci, ma bensì disposta dai creditori con il deposito di una proposta concorrente ai sensi dell'art. 163 l. fall., salvo voler superare tale dubbio applicando le recenti previsioni introdotte ai commi 3, 4, 5 e 6 dell'art. 185 l. fall. (*infra*).

Inoltre qualora la conversione fosse frutto di una proposta concorrente *ex art. 163 l. fall.*, approvata da parte della maggioranza dei creditori e omologata, ci si dovrebbe interrogare sul ruolo del debitore nella fase esecutiva di un concordato con conversione dei crediti imposta da altri soggetti (i creditori) e in particolare sulle ipotesi di inadempimento, ossia di rifiuto a collaborare. La risposta andrebbe individuata nelle previsioni dell'art. 185, co. 3, l. fall., con il quale il legislatore ha stabilito in capo al debitore l'obbligo di *<<compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla proposta di concordato presentata da uno o più creditori, qualora sia stata approvata e omologata>>*. In altri termini l'imprenditore in crisi sarebbe tenuto a dare esecuzione al contenuto concordatario stabilito e approvato dai suoi creditori.

Pertanto, in caso di inadempimento, qualora l'impresa viene svolta mediante la forma societaria, ai sensi dell'art. 185, co. 6, l. fall. il tribunale, sentiti in camera di consiglio il debitore e il commissario giudiziale, potrà revocare l'organo amministrativo e nominare un amministratore giudiziario, stabilendo la durata del suo incarico, *<<attribuendogli il potere di compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla suddetta proposta, ivi inclusi, qualora tale proposta preveda un aumento del capitale sociale del debitore, la convocazione dell'assemblea straordinaria dei soci avente ad oggetto la delibera di tale aumento di capitale e l'esercizio del voto nella stessa>>*<sup>164</sup>.

In conclusione si nota che, l'introduzione della disciplina sulle proposte concorrenti, sembrerebbe confermare l'intenzione del legislatore di fornire agli operatori una disciplina modellabile, con ampi margini di libertà all'autonomia privata, questa volta però riconosciuta all'altra faccia della medaglia, ossia non più a favore del debitore, bensì ai creditori.

## **6.2 Debt swap**

Secondo la disciplina fallimentare l'operazione di "swap", quale forma di soddisfacimento delle pretese creditorie, può prevedere la conversione dei crediti in beni diversi dalla

---

<sup>164</sup> Tuttavia, considerata la recente introduzione delle modifiche agli artt. 163 e 185 l. fall., il perimetro d'azione di tali norme potrà essere individuato con maggiore certezza solo nei prossimi anni, analizzando la pratica applicativa e le interpretazioni che saranno fornite anche dalla giurisprudenza.

partecipazione sociale, ossia in obbligazioni disciplinate dall'art. 2410 c.c. e ss, anche convertibili in azioni<sup>165</sup>.

La descritta libertà riconosciuta al debitore nella scelta dello strumento di gestione della crisi e in particolare nella definizione del piano e della proposta concordatari, confermata dall'ampio spazio riconosciuto all'autonomia privata dal diritto societario, nella creazione di azioni con diritti diversi, viene ribadita anche nella disciplina delle obbligazioni.

Con la riforma del 2001, al fine di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali, che consentono di reperire risorse mediante canali di finanziamento alternativi al sistema bancario, si è consentito all'autonomia privata di modificare la disciplina relativa all'emissione di obbligazioni, attenuandone o rimuovendone i limiti e consentendo ai privati di determinare l'organo competente e le relative procedure deliberative<sup>166</sup>. In altri termini si è ampliata la possibilità per le imprese di raccogliere nuove risorse attraverso l'emissione di duttili strumenti di finanziamento dell'impresa, dal contenuto atipico, per intercettare i diversi interessi ed esigenze dei risparmiatori<sup>167</sup>.

Come noto le obbligazioni sono titoli di credito (nominativi o al portatore) che rappresentano frazioni di uguale valore nominale e con uguali diritti di un'unitaria operazione di finanziamento a titolo di mutuo, che attribuiscono al titolare un diritto di credito nei confronti della società<sup>168</sup>.

---

<sup>165</sup> Come già rilevato la conversione può avvenire in obbligazioni, azioni, quote o strumenti finanziari e titoli di debito, sia nell'ambito del concordato fallimentare ai sensi dell'art. 124, co. 2, lett. c), l. fall., sia nell'ipotesi di concordato preventivo ai sensi dell'art. 160, co. 1, lett. a), l. fall. Le due previsioni normative citate, con riguardo ai titoli che possono formare oggetto di conversione, sono formulate in maniera identica.

<sup>166</sup> Legge 3 ottobre 2001, n. 366 intitolata "*Delega al Governo per la riforma del diritto societario*", art. 4, co. 6, lett. d) pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 234 dell'8 ottobre 2001. Più in particolare, al comma 1 di tale articolo si stabiliscono i fini perseguiti dalla riforma, in tema di società per azioni, stabilendo che "*la disciplina della società per azioni è modellata sui principi della rilevanza centrale dell'azione, della circolazione della partecipazione sociale e della possibilità di ricorso al mercato del capitale di rischio. Essa, garantendo comunque un equilibrio nella tutela degli interessi dei soci, dei creditori, degli investitori, dei risparmiatori e dei terzi, prevedrà un modello di base unitario e le ipotesi nelle quali le società saranno soggette a regole caratterizzate da un maggiore grado di imperatività in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio*".

<sup>167</sup> A tal riguardo in dottrina è stato affermato che, alla luce degli insegnamenti della finanza aziendale, una maggiore diversità degli strumenti finanziari offerti ai risparmiatori permette di rivolgersi ad una platea più ampia di investitori interessati a fornire risorse finanziarie alla società emittente a titolo di finanziamento/investimento. In tal senso U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 984.

<sup>168</sup> Così si esprime M. CAMPOBASSO, *Manuale di Diritto commerciale*, cit., 324.

Appare evidente la differenza con le azioni, che attribuiscono la qualità di socio, mentre l'obbligazionista assume la qualità di creditore, con diritto ad un corrispettivo periodico fisso a titolo di remunerazione del capitale prestato, costituita da interessi normalmente semestrali, oltre al rimborso, alla scadenza pattuita, del valore nominale del capitale versato a favore della società.

Al fine di aumentare la raccolta tra i risparmiatori di capitale da investire nell'attività di impresa, la pratica societaria ha creato diversi tipi speciali di obbligazioni, tra le quali: i) le obbligazioni indicizzate, che permettono di "agganciare" la misura degli interessi a parametri o indici interni alla società (come prezzi di materie prime utilizzate nell'attività d'impresa o prezzi di listini di prodotti) o esterni (come indici di borsa o il tasso ufficiale di sconto); ii) le obbligazioni partecipanti in cui la remunerazione periodica del capitale è commisurata, in tutto o in parte agli utili di bilancio della società emittente; iii) le obbligazioni a premio, che permettono di riconoscere somme aggiuntive a taluni obbligazionisti, assegnate mediante sorteggio o in altro modo; iv) le obbligazioni postergate nelle quali il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale è, totalmente o in misura parziale, subordinato alla preventiva integrale soddisfazione degli altri creditori; v) le obbligazioni con *warrant* con diritto di opzione su azioni, ossia titoli che riconoscono contemporaneamente ai loro sottoscrittori, sia la qualità di obbligazionista con gli ordinari diritti al rimborso e agli interessi, sia il diritto di sottoscrivere o acquistare azioni della società emittente o di altra società; vi) le obbligazioni convertibili in azioni, espressamente disciplinate dall'art. 2420-*bis* c.c. nelle quali, diversamente da quanto previsto da quelle con *warrant*, riconoscono al suo sottoscrittore la possibilità di trasformare il proprio credito in una partecipazione al capitale di rischio della società emittente o di altra società collegata<sup>169</sup>. Alla luce di quanto previsto dall'art. 160, co. 1, lett. a), l. fall., nell'ambito delle operazioni di conversione, il debitore, tra le varie soluzioni adottabili, può prevedere la conversione dei crediti in obbligazioni. Tuttavia tale scelta solitamente si configura come misura aggiuntiva, nell'ambito di un più complesso e articolato piano concordatario (ad esempio associata all'aumento del capitale sociale a pagamento e/o nuova finanza erogata a sostegno della

---

<sup>169</sup> Per un quadro sulla disciplina dettata in tema di emissione, diritti degli obbligazionisti, riduzione del capitale e contenuto delle obbligazioni, con specifico *focus* sulle obbligazioni convertibili in azioni, si veda F. SIGNORELLI, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, cit., 53 ss.

prosecuzione dell'attività), supportato da un valido piano industriale, sul quale i creditori chiamati a convertire i propri crediti in obbligazioni possano riporre la propria fiducia.

Dalle concrete possibilità di ripresa dell'attività, infatti, dipenderà la capacità della società di adempiere ai nuovi obblighi di rimborso del capitale e di pagamento degli interessi, assunti in sede di conversione, dunque la soddisfazione delle "rinnovate" pretese creditizie degli obbligazionisti.

### **6.3 La conversione in strumenti finanziari "ibridi", partecipativi e non partecipativi**

Con lo stesso scopo perseguito in tema di obbligazioni -ossia per agevolare il ricorso al mercato dei capitali, ampliando le possibilità del finanziamento alle imprese, attraverso strumenti flessibili che consentano di reperire risorse finanziarie non solo tra i soci, ma anche rivolgendosi a soggetti terzi- la riforma del diritto societario ha previsto la possibilità per le società di emettere strumenti finanziari ibridi partecipativi, non partecipativi, quasi obbligazionari, di partecipazione all'affare o assegnati ai dipendenti, dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi, che vanno a costituire un *tertium genus* diverso sia dalle azioni, sia dalle obbligazioni<sup>170</sup>.

In particolare l'art. 2346, co. 6, c.c prevede la possibilità per la società, in corrispondenza di un apporto finanziario, di emettere strumenti finanziari non imputabili a capitale (non rappresentando conferimenti), forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi (salva l'esclusione del voto nell'assemblea generale degli azionisti). Tali strumenti hanno contenuto atipico, poiché viene demandata alla società la libertà di determinare a livello statutario le modalità e le condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in

---

<sup>170</sup> Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6 "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 17 del 22 gennaio 2003 - Supplemento Ordinario n. 8. Con particolare riguardo agli strumenti finanziari si vedano l'art. 4, co. 6, lett. c), della legge 3 ottobre 2001, n. 366 intitolata "Delega al Governo per la riforma del diritto societario", nonché le modifiche della disciplina riguardante la società per azioni introdotte con il citato D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 alla Sezione V, Capo V del Titolo V del Libro V del codice civile.

In dottrina, parecchi sono gli autori che hanno commentato la nuova categoria degli strumenti finanziari, tra i quali si richiamano M. CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, 2006; M. NOTARI- A. GIANNELLI G., sub art. 2346, 6° comma, in *Commentario alla riforma delle società*, P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (diretto da), Milano, I, 1999, 1100 ss.; F. CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 415; A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012.



caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione<sup>171</sup>.

Anche in tale ipotesi il legislatore ha riconosciuto ampi spazi all'autonomia statutaria nella definizione degli specifici contenuti. Alla luce di quanto previsto dagli artt. 2346, co. 6, c.c. e 2351, ult. co., tali strumenti, infatti, possono riconoscere al suo titolare svariati diritti, tra i quali anche il diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in partecipazioni azionarie. Allo stesso modo, ai sensi dell'art. 2411, co. 3, c.c. è possibile emettere strumenti finanziari quasi obbligazionari, definiti in tal modo in virtù del loro inserimento all'interno della sezione del codice civile dedicata alle obbligazioni delle società per azioni, la cui disciplina viene estesa agli strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico delle società.

Per completezza di esposizione, tra gli strumenti tipizzati dal legislatore, si devono citare l'art. 2349, co. 2, c.c., relativo agli strumenti finanziari assegnati ai dipendenti della società emittente o di altra società controllata, nonché l'art. 2447-ter, co. 1, lett e), c.c. che prevede la possibilità di emettere, nell'ambito delle operazioni dei patrimoni destinati di cui all'art. 2447-bis c.c., specifici strumenti finanziari di partecipazione all'affare.

Sul tema degli apporti, la libertà riconosciuta alla autonomia privata è ampia. Infatti, la società può emettere strumenti finanziari che prevedono anche prestazioni di opera o servizi da parte del sottoscrittore, oppure altre entità utili per il conseguimento dell'oggetto sociale<sup>172</sup>. Dunque l'apporto può avere ad oggetto sia i beni conferibili ai sensi dell'art. 2342

---

<sup>171</sup> Per un quadro sulla differente disciplina applicata alla partecipazione azionaria e gli strumenti finanziari si veda M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confine delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 542 ss. A tal riguardo l'autore, tra i vari aspetti, analizza anche il tema della contabilizzazione di tali strumenti nel bilancio della società emittente, specificando che se nel caso delle azioni il conferimento deve essere iscritto nel patrimonio netto con la voce "capitale", mentre le obbligazioni danno luogo a una posta nella voce "debiti" nel passivo dello stato patrimoniale, nel caso degli strumenti finanziari si possono ipotizzare tre situazioni diverse a seconda dello specifico contenuto dello strumento: i) in caso di obbligo di rimborso del capitale saranno iscritti come una voce di debito; ii) nel caso di apporto di opere o di servizi, invece, non si iscriveranno né nel patrimonio netto, né nei debiti, stante il divieto di imputazione a capitale, nonché non sussistendo alcun obbligo di restituzione da appostare tra i debiti; iii) nonché la possibilità di imputarli al patrimonio netto, come riserva, qualora si effettui un apporto "conferibile" ai sensi dell'art. 2342 c.c.

<sup>172</sup> Come rilevato da A. GAMBINO- D.U. SANTOSUOSSO, *Società di Capitali*, II, cit. , 80, non è richiesto per gli apporti sottostanti agli strumenti finanziari il requisito della suscettibilità di valutazione economica, poiché essi costituiscono prestazioni non imputabili a capitale (Cfr. art. 7, II Direttiva CEE, che stabilisce <<Il capitale sottoscritto può essere costituito unicamente da elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica. Tali elementi dell'attivo non possono tuttavia essere costituiti da impegni di esecuzione di lavori o di prestazione di servizi>>)

c.c. (denaro, beni in natura e crediti), sia i beni non conferibili, tra le quali, le prestazioni d'opera e servizi; il consenso all'uso del nome del sottoscrittore, ritenuto idoneo ad accrescere la reputazione dell'impresa; le prestazioni a carattere continuativo o periodico; gli obblighi di non concorrenza e via discorrendo<sup>173</sup>.

Alla luce della frammentata e laconica normativa di riferimento tale fattispecie si presta ad essere una categoria che ricomprende un ampio e indefinito numero di strumenti finanziari, dotati di diritti patrimoniali e amministrativi, salvo alcuni limiti che ci si accinge ad analizzare<sup>174</sup>.

Con riguardo alla sfera amministrativa –fatto salvo l'esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale, prevista per garantire che le decisioni dell'assemblea generale siano espressione della volontà dei soli soci- gli strumenti finanziari, a titolo esemplificativo, possono essere dotati: i) del diritto di voto su argomenti specifici; ii) del diritto di opzione sugli strumenti finanziari della medesima tipologia di nuova emissione; iii) del diritto di chiedere informazioni sull'andamento della società, anche mediante intervento nell'assemblea ordinaria; iv) del diritto di denunciare gravi irregolarità nella gestione ai sensi dell'art. 2409 c.c.; v) del diritto di adottare decisioni concernenti la tutela degli interessi di classe; vi) oppure, se previsto dallo statuto, il diritto di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco<sup>175</sup>.

Sul piano della sfera patrimoniale, invece, tali strumenti possono prevedere: i) la partecipazione agli utili della società; ii) una remunerazione a titolo di interessi; iii) la restituzione del capitale in tutto o in parte; iv) la partecipazione alla distribuzione di eccedenze patrimoniali durante la vita della società e sino alla sua liquidazione della società; v) e comunque qualsiasi forma di remunerazione economica dell'apporto<sup>176</sup>.

---

<sup>173</sup> Si veda F. SIGNORELLI, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, cit., 83.

<sup>174</sup> In relazione al ventaglio di diritti incorporabili negli strumenti finanziari si veda U. TOMBARI *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143 ss; M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella "nuova" s.p.a.*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, 735.

<sup>175</sup> Sul punto si veda U. TOMBARI, *Strumenti finanziari partecipativi e diritti amministrativi nella s.p.a.*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143.

<sup>176</sup> In tal senso M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confine delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., 542 ss.

In relazione ai criteri distintivi tra strumenti partecipativi e non partecipativi, risultano diverse opinioni in dottrina. Secondo un filone interpretativo il carattere “partecipativo” deriverebbe dalla possibilità partecipare alla vita societaria, ossia, seppur in maniera più sfumata rispetto ai soci, alla gestione e alla organizzazione della società, mediante l’esercizio di diritti amministrativi (escluso il diritto di voto in assemblea generale) e patrimoniali<sup>177</sup>. Secondo altro orientamento, invece, lo strumento finanziario dovrebbe ritenersi partecipativo nelle ipotesi in cui partecipi al rischio di impresa, diversamente dagli strumenti non partecipativi, ossia di debito, che attribuiscono il diritto alla restituzione dell’apporto, ancorché in maniera condizionata all’andamento dell’impresa<sup>178</sup>.

Come anticipato in relazione alla conversione dei crediti in obbligazioni della società, anche nelle ipotesi di “*swap*” in strumenti finanziari, i creditori destinatari dell’offerta di conversione potranno essere incentivati ad approvarla solo laddove sia possibile individuare un chiaro percorso di ripresa dell’impresa, idoneo a traghettare la società fuori dalla situazione di crisi. In particolare, come anticipato, tali strumenti finanziari non permettono ai loro titolari di partecipare in maniera “forte” alla gestione dell’impresa, del pari di quanto riconosciuto ai soci, fatto salvo le ipotesi di emissione di strumenti finanziari convertibili in

---

<sup>177</sup> In tal senso U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Riv. soc.*, 2004, 1094; G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, C. MONTAGNANI (a cura di), Milano, 2004, 90, nonché M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confine delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., 542 ss. Su tale scia interpretativa A. BUSANI- M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le Società*, 2011, 8, 925, ritengono che gli strumenti finanziari partecipativi sono quelli <<che pur non essendo equiparabili alle azioni in termini di “quantità” della partecipazione alla vita societaria che ad essi è correlata, “partecipano” comunque sotto qualche profilo (amministrativo o patrimoniale che sia) alla organizzazione e alla gestione della società emittente>> ossia riconoscono taluno dei diritti che tipicamente competono al socio. Diversamente nella classe degli strumenti finanziari non partecipativi, sarebbero da annoverare <<innanzitutto le obbligazioni, cui andrebbero poi affiancati gli altri strumenti finanziari “non partecipativi” espressamente previsti dal legislatore, tra i quali gli “strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società” (di cui all’art. 2411, comma 3, c.c.) nonché “gli strumenti finanziari di partecipazione all’affare, di cui all’art. 2447 ter c.c.>>

<sup>178</sup> Sulla distinzione tra strumenti partecipativi e non partecipativi si veda R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, 733, il quale afferma, contrariamente alla tesi che ritiene strumenti partecipativi quelli dotati di diritti amministrativi, che la *summa divisio* tra partecipativi e non partecipativi debba fondarsi sul fatto che gli strumenti siano titoli di rischio (che partecipano al rischio di impresa e pertanto non attribuiscono un diritto alla restituzione dell’apporto) o titoli di debito (che invece attribuiscono un diritto alla restituzione dell’apporto, anche se in maniera condizionata, nei tempi e nell’entità, all’andamento economico della società), dovendosi ritenere partecipativi i primi e non partecipativi i secondi.

azioni, che però, solitamente, nella prassi, vengono emessi prevedendo il diritto alla conversione solo dopo diversi anni.

In tale ipotesi, pertanto, i creditori saranno disposti a contribuire al rifinanziamento della società, mediante l'accettazione della proposta concordataria, solo qualora siano ravvisabili presupposti di ripresa dell'attività e dunque prospettive di soddisfacimento dei propri crediti in misura superiore a quelli eventualmente ottenibili in un alternativo scenario fallimentare. Pertanto, ai fini dell'adesione dei creditori alla proposta concordataria di conversione, potranno assumere rilievo: i tempi e le modalità di rimborso specificamente previsti per tali strumenti; la possibilità di pronto smobilizzo dei titoli sul mercato; i contenuti e le prospettive future del *business* descritte nel piano industriale; le eventuali nuove risorse finanziarie previste a sostegno della ristrutturazione (aumenti di capitale a pagamento, apporti di nuova finanza da parte di terzi o nuovi finanziamenti ai sensi degli artt. 182-*quater* e 182-*quinquies* l. fall. che rafforzino le prospettive di ripresa dell'azienda); il nuovo *management* della società; il diritto alla partecipazione agli utili con possibilità di conversione in azioni prevista in un intervallo temporale non troppo lontano e via discorrendo.

Su un piano concreto, nell'esperienza applicativa si registra l'emissione di tali strumenti da parte delle società in concordato, come forma di soddisfazione dei creditori aggiuntiva ad altre misure e soluzioni. L'assenza di diritti amministrativi che consentono la partecipazione alla gestione ordinaria della società, nonché le prospettive di rimborso solitamente dilatate nel tempo e corrispondenti ad un periodo superiore all'orizzonte concordatario (solitamente 5 anni in caso di continuità), non rendono tali strumenti finanziari molto "appetibili" per i creditori. Anche per tali motivi, spesso vengono offerti ai creditori per coprire solo una porzione dell'intero credito maturato nei confronti della società, che dunque viene soddisfatto in parte mediante pagamento in denaro o conversione in azioni o quote e per una parte residuale in strumenti finanziari partecipativi, in modo da garantire ai creditori un beneficio immediato o quanto meno con tempistiche più celeri.

A tal riguardo, ad esempio, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi con possibilità di conversione in azioni ad una data scadenza dilatata nel tempo, ove il piano industriale preveda il pagamento di interessi molto bassi nel periodo di non convertibilità, potrebbe

rappresentare un sacrificio troppo grande per i creditori, provocando un disinteresse per la procedura, che nell'attuale sistema equivarrebbe ad un silenzio dissenso. Allo stesso modo nei casi in cui il pagamento degli interessi fosse subordinato agli utili della società prodotti nel periodo concordatario, il mancato ricambio del vecchio *management* potrebbe costituire un freno alla fiducia dei creditori, poiché la corretta ed efficiente gestione costituirebbe il presupposto per creare marginalità e di conseguenza per il pagamento degli interessi a favore dei sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi.

Tuttavia gli strumenti finanziari, nonostante siano stati introdotti quale forma di finanziamento delle imprese, alternativa al canale bancario, nell'attuale periodo di crisi possono rappresentare una valida soluzione per i piani di ristrutturazione delle imprese.

Più in particolare, come già descritto, la laconicità del legislatore unita all'ampia libertà riconosciuta all'autonomia privata nella individuazione dei diritti incorporabili in tali strumenti, permette di "plasmare" una disciplina "*tailor made*" sulle esigenze del sottoscrittore, potendogli anche garantire la partecipazione nella formazione delle decisioni gestorie, nonché la possibilità di monitorare l'andamento dell'impresa. Per tali motivi, nel processo di costruzione del piano di ristrutturazione e in particolare nella definizione dei contenuti degli strumenti offerti in conversione, la società dovrebbe sforzarsi di prevedere, a livello statutario, strumenti finanziari dotati di un pacchetto di diritti che rendano appetibile o quantomeno conveniente la loro sottoscrizione.

In concreto, tale ventaglio di diritti potrebbe essere rappresentato dalla facoltà di nominare un componente indipendente dell'organo di gestione o un sindaco; dal riconoscimento di "diritti di veto" (previsti da specifiche clausole inserite nel regolamento degli strumenti finanziari ed esercitabili nelle ipotesi in cui la società intenda realizzare operazioni straordinarie, quali fusione, scissione, modifica dell'oggetto sociale, contratti di cessione d'azienda e in generale in tutti i casi in cui le delibere dell'assemblea dei soci siano idonee a pregiudicare i loro diritti) in modo da garantire un controllo forte sulla gestione dell'azienda, dalla quale, si ribadisce, dipende la remunerazione dello strumento sottoscritto; oppure dal riconoscimento del diritto ad impugnare, ai sensi dell'art. 2377 c.c., le delibere dell'assemblea generale adottate a prescindere o in contrasto con la posizione espressa dall'assemblea speciale dei titolari degli strumenti finanziari, sugli argomenti che richiedono

la “doppia” approvazione<sup>179</sup>.

Allo stesso modo può assumere particolare importanza ai fini dell’approvazione dell’operazione di “*swap*”, l’incorporazione negli strumenti finanziari di diritti che permettano di “difendere l’investimento”, consentendo ai loro titolari di essere informati sull’andamento della società, mediante il diritto di intervento nell’assemblea dei soci e nelle riunioni del consiglio di amministrazione, nonché di esaminare i libri sociali e il bilancio e le relative relazioni prima dell’assemblea.

Ulteriormente, l’operazione di conversione può presentare profili di convenienza anche sotto il profilo fiscale, soprattutto per il ceto bancario, in virtù della possibilità concessa dal legislatore<sup>180</sup>. Infatti gli istituti di credito che acquisiscono partecipazioni di società *distressed*, quale forma di soddisfazione del proprio credito, possono, ai sensi dell’art 113 Tuir e previo parere favorevole dell’Agenzia delle entrate, disapplicare il regime di *participation exemption* previsto dall’art. 87 del Tuir, permettendo in tal modo di mantenere il regime fiscale originario e conseguentemente di riconoscere fiscalmente, ossia di dedurre in sede di dichiarazione dei redditi, le perdite conseguite e/o le svalutazioni operate<sup>181</sup>.

In conclusione, nell’esercizio dell’ampia autonomia riconosciuta dall’ordinamento, il debitore, assistito dai suoi *advisors*, qualora intenda ottenere il voto positivo dei creditori, dovrebbe costruire l’offerta concordataria e in particolare i diritti riconosciuti ai titolari degli strumenti finanziari, tenendo in debita considerazione le istanze di cui quest’ultimi sono

---

<sup>179</sup> Sul punto si veda A. BUSANI- M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le Società*, 2011, 925 ss. che richiamando U. TOMBARI, *Strumenti finanziari partecipativi e diritti amministrativi nella s.p.a.*, cit., 9, parlano di statutarizzazione di “*restrictive covenants*” che attribuirebbero efficacia reale agli strumenti finanziari, sottraendoli alla problematica azionabilità degli accordi parasociali di natura obbligatoria.

<sup>180</sup> Per un’analisi sui profili fiscali relativi alle operazione di conversione dei crediti si veda F. BRUNO- P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell’ambito del restructuring in Italia, germania e UK*, cit. 280 ss. In relazione, invece, agli aspetti contabili, la conversione di passività finanziarie in strumenti di *equity* comporta lo storno di tutto il (o parte del debito), a fronte di un incremento del patrimonio netto. Tuttavia tra gli operatori sono stati sollevati dubbi in merito a come e a che valore contabilizzare tali strumenti. Per un quadro su tali tematiche di carattere contabile si veda F. NIGRO- L. SCARANI- A. BONISSONI, *Ristrutturazione del debito con conversione delle passività in “equity”*, in *Diritto e Pratica delle Società*, 2009, 4, 21 ss.

<sup>181</sup> L’art. 113, rubricato “partecipazioni acquisite per il recupero di crediti bancari”, stabilisce che gli enti creditizi possono chiedere all’Agenzia delle entrate, secondo la procedura di cui all’articolo 11 della legge 27 luglio 2000, n. 212, recante lo statuto dei diritti del contribuente, che il regime di cui all’articolo 87 non si applichi alle partecipazioni acquisite nell’ambito degli interventi finalizzati al recupero di crediti o derivanti dalla conversione in azioni di nuova emissione dei crediti verso imprese in temporanea difficoltà finanziaria, di cui all’articolo 4, comma 3, del decreto del Ministro del tesoro 22 giugno 1993, n. 242632.

portatori, al fine di comporre i diversi interessi in gioco (ristrutturazione della società e soddisfazione dei creditori in misura migliore rispetto alla soluzione atomistica fallimentare).

Da ultimo si segnala che se da un canto la forma societaria della società a responsabilità limitata risulta molto utile nelle procedure concordatarie, soprattutto liquidatorie, caratterizzate dall'esigenza di riduzione dei costi prededucibili, che maturano durante il periodo di esecuzione del piano concordatario, poiché permetterebbe al debitore, fermo il rispetto dei requisiti imposti dalla legge, di eliminare le eventuali spese connesse al collegio sindacale o al controllo contabile (nella prassi applicativa spesso si assiste ad operazioni di trasformazione da società per azioni a società a responsabilità limitata), d'altro canto, in virtù della diversità che intercorrono tra il tipo sociale della s.p.a. e la s.r.l., quest'ultima presenterebbe maggiori problematiche ad abbinare strumenti finanziari alle operazioni di conversione dei crediti in ambito concordatario<sup>182</sup>. Per tali motivi, per fruire dell'ampia scelta di strumenti finanziari in ambito concordatario, si suggerirebbe una trasformazione inversa alla precedente, ossia da società a responsabilità limitata a società per azioni.

---

<sup>182</sup> Sul punto si veda P. BASTIA- R. BROGI, *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Milano, 2016, 288, che a sua volta richiama N. ABRIANI, *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), Padova, IV, 2010, 246, secondo il quale vi sarebbe uno "spartiacque tipologico" tra la s.p.a. e la s.r.l., poiché nella prima prevale una visione più speculativa di raccolta del capitale ed efficiente allocazione degli investimenti, mentre la seconda si presenta come un modello che permette una gestione comune dell'impresa da parte dei soci che conservano sulla stessa un controllo forte. Con riguardo, invece, alla possibile riduzione dei costi, come noto, ai sensi dell'art. 2477 c.c., la nomina dell'organo di controllo o del revisore è obbligatoria solo se la società: a) è tenuta alla redazione del bilancio consolidato; b) controlla una società obbligata alla revisione legale dei conti; c) per due esercizi consecutivi ha superato due dei limiti indicati dal primo comma dell'articolo 2435-bis, c.c. Inoltre, ai sensi del quarto comma del medesimo articolo, l'obbligo di nomina dell'organo di controllo o del revisore di cui alla lettera c) del terzo comma cessa se, per due esercizi consecutivi, i predetti limiti non vengono superati.





## CAPITOLO 4

### IL MECCANISMO DI TRASCINAMENTO FORZOSO E IL POSSIBILE PESO IMPOSTO A TUTTI I CREDITORI: LIBERTA' E LIMITI NELLA DETERMINAZIONE DEL CONTENUTO DEL BENE OFFERTO IN CONVERSIONE

SOMMARIO: 1. L'approvazione della proposta concordataria e gli effetti per tutti i creditori. - 2. La regola della maggioranza. - 2.1. La suddivisione dei creditori in classi. - 3. Il principio della *par conditio creditorum* nelle operazioni di *swap* dei crediti in partecipazioni sociali. - 4. Il diritto di voto dei creditori soddisfatti mediante le operazioni di conversione dei crediti. - 5. Il "pacchetto" di diritti, obblighi, *patti* e situazioni giuridiche soggettive frutto della conversione dei crediti: esiste un limite?. - 6. Il "peso" imposto ai creditori dissenzienti. - 6.1. Uno sguardo alla conversione forzata delle azioni nel diritto societario. - 6.2. La legittimità di una decisione a maggioranza nelle conversioni forzose con effetti potenzialmente sfavorevoli. - 7. Il nuovo art. 182-*septies* l. fall. e l'estensione "forzata" degli effetti ai non aderenti.

#### **1. L'approvazione della proposta concordataria e gli effetti per tutti i creditori**

Nel precedente capitolo è stata evidenziata l'ampia libertà riconosciuta al debitore nella sfera sia del diritto fallimentare e più in particolare della disciplina sulla crisi di impresa, sia del diritto societario. In tal modo il legislatore ha voluto riconoscere larghi spazi all'autonomia privata, con conseguenti estesi margini di "manovra" per l'imprenditore che intende ristrutturare la propria situazione debitoria.

Orbene, nell'ambito delle operazioni di conversione dei crediti al debitore è stata concessa la possibilità di definire non solo i contenuti di carattere economico, ma anche la componente amministrativa dei singoli titoli e strumenti offerti in conversione. A ciò si aggiunga che l'art. 160, co. 1, lett. d), l. fall., prevede la suddivisione dei creditori in classi, con la possibilità di trattamenti differenziati.

In pratica al debitore è consentito di prevedere, nella proposta concordataria, un diverso trattamento per le varie categorie di creditori, attingendo dal ventaglio di soluzioni offerte dal citato articolo 160 l. fall, nonché da quelle elaborate dalla prassi applicativa.

Tuttavia, appare evidente che tale libertà incontra un limite "concreto" nella volontà dei

creditori, chiamati ad esprimere un giudizio su tale proposta.

Infatti le operazioni di conversione dei crediti in azioni, obbligazioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito, del pari delle altre forme di ristrutturazione previste dall'art. 160, co. 1, l. fall., nonché di tutte quelle create dalla fantasia del debitore e inserite nel piano concordatario, per divenire vincolanti nei confronti di tutti i creditori dovrebbero essere approvate dalla loro maggioranza, ai sensi dell'art. 177 l. fall., nonché successivamente ratificate anche dal tribunale, ai sensi dell'art. 180 l. fall., mediante il decreto di omologazione del concordato<sup>183</sup>, che, anche in caso di raggiungimento della maggioranza e in assenza di opposizioni, potrebbe essere negato dal tribunale, ove emergano circostanze, quali, per esempio, la commissione di atti in frode ai creditori, che ai sensi dell'articolo 173 l. fall. avrebbero comportato la revoca dell'ammissione<sup>184</sup>.

Pertanto ai fini dell'approvazione del piano concordatario la legge impone l'ottenimento del consenso della maggioranza dei creditori ammessi al voto<sup>185</sup>. Ne consegue che, in caso di

---

<sup>183</sup> Ai sensi dell'art. 180, co. 3, l. fall. *“se non sono proposte opposizioni, il tribunale, verificata la regolarità della procedura e l'esito della votazione, omologa il concordato con decreto motivato non soggetto a gravame”*.

<sup>184</sup> Secondo una recentissima sentenza della Cassazione in tema di atti in frode, che legittimerebbero la revoca del concordato preventivo, si ribadisce che il debitore deve dare conto delle operazioni che, causalmente e in relazione logico-temporale prossima alla rappresentazione giudiziale della crisi, hanno condotto a quelle entità e composizione dell'attivo destinato al soddisfacimento dei creditori. Più nel dettaglio, si afferma il principio di diritto secondo il quale *«gli atti in frode, presupposto della revoca dell'ammissione del concordato preventivo ex art. 173, co. 1, legge fall., non possono individuarsi solo negli atti in frode ai creditori, di cui agli artt. 64 e segg. legge fall., ma è necessario che siano “accertati” dal commissario giudiziale ed abbiano una valenza potenzialmente decettiva, per l'idoneità a pregiudicare il consenso informato dei creditori sulle reali prospettive di soddisfacimento in caso di liquidazione, dovendo il giudice verificare, quale garante della regolarità della procedura, che vengano messi a disposizione dei creditori tutti gli elementi necessari per una corretta valutazione della proposta. Peraltro, nell'ambito dei fatti accertati dal commissario giudiziale rientrano, oltre ai fatti “scoperti” perché del tutto ignoti nella loro materialità, anche i fatti non adeguatamente e compiutamente esposti in sede di proposta di concordato e nei suoi allegati....i quali, pertanto, possono dirsi “accertati” in quanto individuati nella loro completezza e rilevanza ai fini della corretta informazione dei creditori solo successivamente»*. Si esprime in tal modo Cass., 2 febbraio 2017, n. 2773, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it).

<sup>185</sup> Come noto, ai sensi dell'art. 177, co. 2,3 e 4, i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, ancorché la garanzia sia contestata, dei quali la proposta di concordato prevede l'integrale pagamento, non hanno diritto al voto se non rinunciano in tutto od in parte al diritto di prelazione. Qualora i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca rinuncino in tutto o in parte alla prelazione, per la parte del credito non coperta dalla garanzia sono equiparati ai creditori chirografari; la rinuncia ha effetto ai soli fini del concordato. I creditori muniti di diritto di prelazione di cui la proposta di concordato prevede, ai sensi dell'articolo 160, la soddisfazione non integrale, sono equiparati ai chirografari per la parte residua del credito. Sono esclusi dal voto e dal computo delle maggioranze il coniuge del debitore, i suoi parenti e affini fino al quarto grado la società che controlla la società debitrice, le società da questa controllate e quelle sottoposte a comune controllo, nonché i cessionari o aggiudicatari dei loro crediti da meno di un anno prima della proposta di concordato.

esito positivo, l'eventuale minoranza dissenziente subirebbe il trattamento previsto nel piano concordatario.

A tal riguardo, se da un canto la legge prevede, quale strumento di tutela della minoranza, la possibilità a favore dei creditori dissenzienti di contestare la convenienza della proposta concordataria, proponendo opposizione al giudizio di omologazione (con legittimazione riconosciuta, in caso di classazione, anche ad un solo creditore, appartenente ad una classe dissenziente ovvero, nell'ipotesi di mancata formazione delle classi, ai creditori dissenzienti che rappresentano il venti per cento dei crediti ammessi al voto, che però non paralizza il potere di omologazione del tribunale, nei casi in cui ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili, sulla base del cosiddetto fenomeno del *cram down*), dall'altro, l'effetto di trascinarsi dei creditori dissenzienti, prodotto dal decreto di omologazione del tribunale, pone importanti interrogativi sulla liceità delle operazioni di “*swap*”, nelle ipotesi in cui siano portatrici di oneri, pesi e più in generale di situazioni soggettive passive in capo a coloro che hanno espresso un voto negativo<sup>186</sup>.

In altri termini risulta necessario domandarsi se le soluzioni concordatarie che prevedono la conversione dei crediti in azioni, obbligazioni, altri strumenti finanziari e titoli di debito debbano sempre ritenersi lecite *a priori*, anche quando comportino l'imposizione coattiva di particolari obblighi in capo a tutti i creditori convertendi (in particolare ai dissenzienti), oppure se superato un primo giudizio di liceità dell'operazione in astratto, si debbano valutare anche i suoi contenuti specifici.

Tale dubbio, in realtà, come anticipato, assume rilievo con riguardo a quei creditori che hanno espresso un voto negativo sulla complessiva operazione di ristrutturazione e in

---

<sup>186</sup> Nelle ipotesi di contestazione della convenienza della proposta concordataria ai sensi dell'art. 180, co. 4, l. fall., il tribunale, assunti i mezzi istruttori richiesti dalle parti o disposti di ufficio, può omologare il concordato, qualora ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato medesimo in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili. Tale decisione viene definita “*cram down*” (in inglese “*ingoiare*”), in quanto costringe, l'eventuale creditore dissenziente e con lui l'intera classe a cui appartiene, oppure i creditori dissenzienti che rappresentano il venti per cento dei crediti ammessi al voto (in caso di assenza di classamento), ad accettare il programma concordatario, poiché ritenuto dal tribunale comunque idoneo a garantire una soddisfazione dei creditori in misura non inferiore a quanto sarebbe possibile ottenere in scenari alternativi e in particolare in quello fallimentare. In tale ipotesi il tribunale effettua un giudizio di merito nel quale valuta l'attivo realizzabile e il passivo sulla base della documentazione prodotta nella procedura concordataria.

particolare sulla soluzione che intende mutare la loro posizione da creditori “puri” ad azionisti, obbligazionisti o titolari di altri strumenti finanziari o di debito.

Per rispondere a tale interrogativo appare opportuno affrontare il tema, partendo da alcune preliminari e sintetiche considerazioni sul meccanismo di approvazione che governa il concordato preventivo, da cui discende l’effetto vincolante per tutti i creditori, considerando anche la sua diversa operatività nelle ipotesi di suddivisione dei creditori in classi.

## **2. La regola della maggioranza**

Come noto nel concordato preventivo vige la regola della maggioranza. Ai sensi dell’art. 177, co. 1, l. fall., *“il concordato è approvato dai creditori che rappresentano la maggioranza dei crediti ammessi al voto. Ove siano previste diverse classi di creditori, il concordato è approvato se tale maggioranza si verifica inoltre nel maggior numero delle classi”*. Con tale regola, il legislatore avrebbe inteso estendere l’efficacia del piano concordatario anche ai creditori dissenzienti, per “sterilizzare” eventuali posizioni ostruzionistiche o forme di abuso del diritto da parte di singoli creditori, come ulteriormente confermato più di recente con l’introduzione dell’accordo di ristrutturazione con gli intermediari finanziari, laddove si prevede l’estensione degli effetti dell’accordo approvato dalla maggioranza anche ai creditori di minoranza dissenzienti (*infra* par. 6)<sup>187</sup>. Sul punto la dottrina ha sostenuto che in tal modo si supererebbe, di fatto, il principio di relatività del contratto<sup>188</sup>.

Dunque la proposta concordataria per essere approvata necessiterebbe del voto positivo di tale maggioranza, riunita nell’adunanza disciplinata dall’art. 174 l. fall. e ss. In tale sede, infatti, i creditori -sulla base della relazione redatta dal Commissario giudiziale ai sensi

---

<sup>187</sup> Il riferimento è all’art. 182-*septies* l. fall., aggiunto dall’art. 9 del D.L. 27 giugno 2015, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla L. 6 agosto 2015 n. 132.

<sup>188</sup> Parla di superamento del principio di relatività dei contratti, analizzando i modelli di ristrutturazione di diritto spagnolo, J. P. EZQUERRA, *I fattori di successo della ristrutturazione*, in *Dir. Fall.*, 2015, 10098, secondo il quale, richiamando la Raccomandazione della Commissione Europea del 12 marzo 2014, rivestono particolare importanza le soluzioni amichevoli stragiudiziali di “composizione delle crisi economiche”. A tal riguardo si rileva che per facilitare la composizione della crisi in via negoziale, appare indispensabile poter superare principi e categorie tradizionali del diritto privato, come il principio di unanimità, introducendo regole di maggioranza, oppure il principio di relatività del contratto, estendendo il contenuto del contratto anche ai creditori dissenzienti.

dell'art. 172 l. fall., come noto finalizzata a illustrare ai creditori l'intero piano e la proposta concordatari, mediante la descrizione degli aspetti di convenienza e/o le eventuali criticità e problematiche- sono chiamati a esprimere un giudizio che incide sulle sorti dell'intera procedura concordataria e dunque sull'esito del programma di ristrutturazione definito dalla società in crisi.

In altri termini i creditori sono convocati per valutare in concreto la convenienza della proposta concordataria -in virtù delle alternative percorribili, ossia della liquidazione fallimentare- dunque ad esprimere un giudizio positivo o negativo (salva, naturalmente, la possibilità di astensione), da cui dipende, in sostanza, il buon esito della procedura concordataria e conseguentemente le sorti dell'impresa in crisi.

Sul punto, inoltre, appare rilevante precisare che con i recenti interventi di riforma il meccanismo del silenzio assenso è stato eliminato e di conseguenza il voto non espresso equivale a voto negativo<sup>189</sup>. Pertanto, per raggiungere la maggioranza necessaria per l'approvazione del concordato, risulta necessario ottenere il voto esplicito e positivo della maggioranza dei creditori ammessi al voto, che può essere espresso in sede di adunanza, oppure entro i venti giorni successivi ai sensi dell'art. 178, co. 4, l. fall.<sup>190</sup>

Tuttavia il *quorum* necessario per l'approvazione del concordato diverge a seconda dell'esistenza o meno del classamento dei crediti.

Più nello specifico, nelle ipotesi in cui la proposta fosse priva di classi, ai fini dell'approvazione del concordato, la disciplina richiederebbe il raggiungimento del voto favorevole della maggioranza semplice dei creditori ammessi al voto (la metà più uno dei votanti).

Il meccanismo di approvazione, invece, diventerebbe più complesso nei casi in cui il debitore decida di suddividere i creditori in classi, ai sensi dell'art. 160, co. 1, lett. c), l. fall. In tale

---

<sup>189</sup> Al fine di assicurare una maggiore partecipazione e consapevolezza da parte dei creditori al procedimento di approvazione del concordato preventivo, con l'art. 4, comma 1, del D.L. 27 giugno 2015, n. 83 convertito in legge dalla L. 6 agosto 2015 n. 132 è stato abrogato il discusso meccanismo del silenzio assenso. Infatti il previgente art. 178, co. 4, l. fall. prevedeva che i creditori avvisati, che in adunanza non avevano esercitato il voto e che dopo l'adunanza non avevano espresso il loro dissenso, <<si ritengono consenzienti e come tali sono considerati ai fini del computo della maggioranza dei crediti>>.

<sup>190</sup> L'art. 178, co. 4, l. fall. prevede la possibilità per i creditori che non hanno espresso il proprio voto in sede di adunanza di <<far pervenire lo stesso per telegramma o per lettera o per telefax o per posta elettronica nei venti giorni successivi alla chiusura del verbale. Le manifestazioni di voto sono annotate dal cancelliere in calce al verbale>>.

ipotesi, infatti, il concordato si ritiene approvato se si ottiene il voto favorevole della maggioranza dei creditori appartenenti alla singola classe, nel maggior numero di classi, fatto salvo, comunque, il raggiungimento del voto favorevole della maggioranza di tutti i crediti ammessi al voto. Con riguardo al numero delle classi, nella prassi, solitamente vengono formate in un numero dispari, per permettere il raggiungimento della maggioranza espressamente richiesta dall'art. 177, co. 1, l. fall. A tal riguardo di recente la Cassazione è intervenuta fugando ogni dubbio sull'opportunità di formare le classi in numero pari, stabilendo che <<ove siano previste diverse classi di creditori, il concordato è approvato se tale maggioranza si verifica inoltre nel maggior numero di classi. Ciò rende palese che in caso di risultato paritario del voto per classi la maggioranza non è raggiunta>><sup>191</sup>.

Da ciò ne discende che anche nelle ipotesi in cui il concordato sia approvato nella maggioranza delle classi senza raggiungere la maggioranza generale di tutti i crediti ammessi al voto - poiché, per esempio, le classi minoritarie dissenzienti rappresentano in termini quantitativi la porzione maggiore dei crediti vantati nei confronti della Società - la proposta di concordato preventivo, ancorché approvata dal maggior numero di classi, non ottenendo il voto favorevole della maggioranza dei crediti ammessi al voto, si riterrebbe non approvata, con conseguente declaratoria di inammissibilità o di fallimento da parte del tribunale, ai sensi dell'art. 162, co. 2, l. fall.

Tuttavia, anche nelle ipotesi in cui si raggiungano le citate maggioranze previste dalla legge, come già anticipato, ai creditori dissenzienti è riconosciuta la possibilità di proporre opposizione avverso il provvedimento di omologazione del concordato preventivo, come previsto dall'art. 180, co. 4, l. fall.<sup>192</sup>

In virtù di quanto descritto, risulta evidente il ruolo preminente riconosciuto dal legislatore ai creditori, nella procedura di concordato preventivo. Infatti la valutazione del piano e della proposta concordatari, da parte dei creditori riuniti in adunanza, costituisce una delle fasi più

---

<sup>191</sup> Si veda Cass., 25 maggio 2016, n. 10819, in *www.unijuris.it*.

<sup>192</sup> In caso di classazione, la legittimazione ad agire spetta anche ad un solo creditore, appartenente ad una classe dissenziente. Diversamente, nell'ipotesi di concordati preventivi privi di classi, l'opposizione può essere proposta solo dai creditori dissenzienti che rappresentano il venti per cento dei crediti ammessi al voto. In entrambi i casi, però, le opposizioni non paralizzano il potere di omologazione del tribunale, nei casi in cui ritenga che il credito vantato dai creditori dissenzienti, che hanno proposto opposizione, possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili, in virtù dell'istituto del *cram down*.

importanti di tutta la procedura.

In altre parole le sorti di tutte le procedure concordatarie sono in mano ai creditori, mediante un metodo di approvazione a maggioranza, a volte detenuta da pochi soggetti titolari di crediti di ingente ammontare. In questa ottica, la gestione della crisi, mediante il rimedio concordatario, potrebbe essere ormai qualificata come una sorta di questione privata tra creditori e debitore, nella quale, i primi, sostanzialmente, deterrebbero “l’ago della bilancia”.

## 2.1. La suddivisione dei creditori in classi

In tale quadro sistematico assume rilievo il tema della suddivisione dei creditori in classi, alla luce di quanto previsto ai sensi dell’art. 160, co. 1, lett. c), l. fall., anche per valutarne l’eventuale obbligatorietà nei casi di concordati preventivi con operazioni di conversione dei crediti<sup>193</sup>.

Secondo alcuni autori, tale facoltà, in analogia al *chapter eleven* statunitense, che ha costituito il modello di riferimento per il legislatore domestico, sarebbe stata introdotta con la finalità di consentire al debitore di superare le eventuali “resistenze” dei creditori contrari al percorso di ristrutturazione concordataria, consentendogli di creare delle sorti di classi *ad hoc*, con le quali limitare il dissenso e sterilizzare, o quantomeno contenere, gli effetti negativi che deriverebbero da un voto negativo, nella diversa ipotesi di proposta concordataria priva di classamento<sup>194</sup>.

Secondo altra dottrina, invece, la suddivisione in classi risponderebbe ad una esigenza di tutela dei creditori, che, accorpati in categorie omogenee, sarebbero posti in una condizione di “uniformità decisionale”, tale da porli in una posizione di maggiore garanzia, ai fini della

---

<sup>193</sup> Per un quadro sulla disciplina relativa alla suddivisione dei crediti in classi si veda P.F. CENSONI, *Il concordato preventivo*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, A. JORIO- B. SASSANI (a cura di), IV, Milano, 2016 132 ss. Sui diversi filoni interpretativi in merito al divieto di alterazione dell’ordine legittimo delle cause di prelazione si veda E. FRASCAROLI SANTI, *Il concordato preventivo*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, L. PANZANI (diretto da), IV, Milanofiori Assago, 2014, 583. A tale ultimo riguardo l’autore - diversamente dalla tesi più rigorosa secondo la quale non è possibile pagare (anche in misura parziale) i creditori di rango inferiore qualora non si sia provveduto all’integrale soddisfazione del creditore di rango precedente- propende per la tesi meno restrittiva, che interpreta il citato divieto di alterazione dell’ordine legittimo delle cause di prelazione, contenuto nel penultimo comma dell’art 160 l. fall., nel senso che il creditore antergato non può ricevere un trattamento deteriore rispetto a quanto offerto ai creditori di rango a lui inferiore, dunque deve godere di un trattamento più favorevole di quello di grado successivo.

<sup>194</sup> Su tutti si veda S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), XI, Padova, 2008, 44.

formazione del consenso informato<sup>195</sup>.

Sulla base del dettato normativo -che all'art. 160 fa riferimento alla "possibilità" di <<... prevedere: ... (omissis)... c) la suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei; d) trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse>>- la suddivisione dei creditori in classi dovrebbe essere interpretata come una mera facoltà riconosciuta dalla legge a favore del debitore, come confermato anche dalla Cassazione e solo in alcune ipotesi potrebbe assurgere a una sorta di requisito di ammissione<sup>196</sup>.

A conferma di ciò in giurisprudenza è stato affermato che l'assenza di classamento equivarrebbe alla formazione di una unica classe, composta da creditori di varia tipologia, che, tuttavia, in alcune ipotesi, potrebbe rendere addirittura necessaria la loro suddivisione. Più nello specifico, sul punto si è sostenuto che qualora il concordato non preveda la suddivisione in classi, si dovrebbe ritenere che in realtà ci si trovi in presenza di <<un'unica classe di creditori chirografari, composta da creditori di vario tipo e che vi siano ipotesi in cui per la necessaria trasparenza dell'operazione concordataria sia necessario procedere a suddividere i creditori chirografari (diretti o residui) in più classi, ad esempio al fine di evitare la commistione di interessi disomogenei come quelli degli erogatori del credito con quelli di altri fornitori di beni o servizi>><sup>197</sup>.

Pertanto, in alcuni casi, il classamento si configurerebbe come una esigenza, che assurgerebbe a una sorta di pre-requisito di ammissibilità. A tal riguardo si pensi alle ipotesi in cui il ceto creditorio risulti molto diversificato sul piano della posizione giuridica

---

<sup>195</sup> Tra gli altri si veda L. STANGHELLINI, *Piano di regolazione dell'insolvenza, classi di creditori e liquidazione*, in *Fallimento*, 2004, 28 ss.

<sup>196</sup> Si veda Cass. 10 febbraio 2011, n. 3274, in [www.ilfallimento.it](http://www.ilfallimento.it). Secondo la Suprema Corte <<se il legislatore ha previsto la suddivisione dei creditori in classi come ipotesi meramente alternativa a quella della sola classica suddivisione degli stessi secondo il rango, privilegiato o chirografario, del credito (laddove il diverso trattamento è oggettivamente conseguente alla composizione della massa attiva e non dipende da una scelta) senza dettare criteri che comportino necessariamente la scelta di un'opzione o dell'altra significa che la stessa è meramente discrezionale; se invece l'adozione delle classi fosse finalizzata a rispetto di esigenze ineludibili non può revocarsi in dubbio che le stesse avrebbero dovuto essere chiaramente individuate e l'opzione classificatoria resa obbligatoria>>. In dottrina si veda L. DE SIMONE, *La suddivisione dei creditori in classi*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo il quale l'art. 160 legge fall. utilizza il verbo "potere" e quindi non sembra imporre al debitore l'onere di formare classi, ma al contrario si riscontrerebbe <<un obbligo ogni volta che si riscontrino nel ceto creditorio, e quindi nell'unica classe prevista, eterogeneità tali che non consentirebbero legittimamente di ricorrere al principio di maggioranza>>.

<sup>197</sup> In tal senso si veda Trib. Monza, 27 novembre 2009, in [www.unijuris.it](http://www.unijuris.it).



(concetto riferibile alla tipologia del credito e alla sua possibilità di soddisfo in sede di esecuzione forzata: ossia crediti prededucibili, crediti assistiti da cause di prelazione, crediti chirografari, crediti postergati) o degli interessi economici (da individuarsi valutando il rapporto contrattuale e differenziando, ad esempio, tra creditori finanziari e commerciali; tra natura pubblica o privata del creditore; in virtù di eventuali garanzie; o in relazione alla certezza del credito)<sup>198</sup>. In tal caso, però, il debitore che intenda avvalersi della suddivisione in classi dovrà congruamente motivare l'utilizzo dei criteri posti alla base del classamento, che sono oggetto di controllo da parte del tribunale.

Più nello specifico, la necessità del classamento dei creditori potrebbe ravvisarsi nei casi in cui vi siano creditori privilegiati declassati a chirografo ai sensi dell'art. 160, co. 2, l. fall. per incapacità del bene o del diritto sul quale sussiste la causa di prelazione; qualora si offra all'Erario una percentuale inferiore all'ammontare del credito vantato, assumendo che tale misura di soddisfazione sia maggiore di quella che avrebbe nell'esecuzione<sup>199</sup>; nei casi vi siano garanzie esterne di terzi che non solo rafforzerebbero le probabilità di soddisfazione del creditore garantito, rendendolo indifferente rispetto al contenuto della proposta concordataria, potendo trovare soddisfazione anche al di fuori del concordato, ma inoltre renderebbero il voto favorevole di tali creditori idoneo a pregiudicare il diverso interesse di quelli non garantiti, alterando la genuinità del meccanismo di formazione del consenso<sup>200</sup>; nelle ipotesi di conversione dei crediti in azioni o altri titoli (*infra*), oppure, come segnalato

---

<sup>198</sup> Sul punto si veda L. DE SIMONE, *Formazione delle classi dei creditori e controllo giudiziale*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo il quale il concetto di "interessi economici" di cui all'art. 160, co.1, lett. c), l. fall., pare riferirsi <<alla qualità in concreto del creditore o del credito, all'interesse al soddisfacimento, investendo criteri che possono essere sia soggettivi che oggettivi, potendo assumere rilievo il rapporto che lega il creditore al debitore (natura volontaria o legale dell'obbligazione), la specifica attività esercitata dal creditore (fornitore, banca, cliente insoddisfatto, ente pubblico, ente privato no profit), la sicurezza del credito (es. per garanzie esterne di terzi), la certezza del credito (crediti contestati /crediti portati da titoli esecutivi) e, perché no, le dimensioni del credito>>. Sul punto si vedano anche G. MINUTOLI, *Il controllo giudiziale sul mancato o insufficiente "classamento" dei creditori: il punto nelle prassi e in dottrina*, in *Fall.*, 2010, 43; P.F. CENSONI, *Sull'ammissibilità di classi con unico creditore nel concordato fallimentare e preventivo*, in *Fall.*, 2010, 326; G. LO CASCIO, *Classi di creditori e principio di maggioranza nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2010, 385;

<sup>199</sup> In questo modo si esprime Trib. Monza, 7 aprile 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>200</sup> I creditori con garanzie esterne potrebbero valutare la proposta concordataria in maniera differente rispetto agli altri creditori chirografari, preferendo un processo liquidatorio anche di carattere fallimentare (anche nella speranza di ottenere un maggiore attivo da distribuire in seguito alla promozione di azioni revocatorie o risarcitorie nei confronti degli amministratori). In ogni caso la valutazione sarebbe differente, poiché potrebbero confidare di recuperare la parte insoddisfatta, escutendo le garanzie esterne di cui sono titolari.

dalla dottrina, nel caso di crediti oggetto di contestazione o in presenza di obbligazionisti<sup>201</sup>. Allo stesso modo, alla luce delle recenti modifiche introdotte dalla recentissima legge di bilancio 2016, un'ulteriore ipotesi che imporrebbe il classamento dei crediti ricorre nel caso il piano concordatario preveda una proposta di pagamento parziale o dilazionato ai sensi dell'art. 182-ter l. fall.

La norma in questione, infatti, nell'ultimo periodo del comma 1, impone la creazione di una classe specifica, stabilendo che *<<nel caso in cui sia proposto il pagamento parziale di un credito tributario o contributivo privilegiato, la quota di credito degradata al chirografo deve essere inserita in un'apposita classe>>*.

In altri termini, con la modifica di tale articolo, si è introdotta nell'ordinamento la possibilità di falcidiare, nell'ambito del concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-bis l. fall., i debiti maturati nei confronti dell'erario e degli enti di previdenza e assistenza obbligatoria e in particolare l'IVA e le ritenute (novità nel panorama normativo italiano auspicata da tempo)<sup>202</sup>.

Alla luce di tali modifiche, in linea con quanto stabilito anche dalla sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea nella causa C-546/14, il debitore ai sensi del novellato art. 182-ter l. fall. *<<può proporre il pagamento, parziale o anche dilazionato, dei tributi e dei relativi accessori amministrati dalle agenzie fiscali, nonché dei contributi amministrati dagli enti gestori di forme di previdenza e assistenza obbligatorie e dei relativi accessori, se il piano ne prevede la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o ai diritti sui quali sussiste la causa di prelazione, indicato nella relazione di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67,*

---

<sup>201</sup> In tal senso si veda S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, cit., 44. In relazione, invece, alle garanzie esterne (reali o personali), la giurisprudenza di merito ha stabilito che qualora alcuni creditori siano garantiti da terzi, tale situazione deve essere valutata ai fini della formazione delle classi dei creditori, poiché l'inserimento in un'unica classe di creditori con diverse probabilità di soddisfacimento dei propri crediti (in virtù dell'esistenza, solo per alcuni, di garanzie esterne) altererebbe la genuinità del meccanismo di formazione della volontà della maggioranza all'interno della classe, soprattutto laddove i creditori con garanzie di terzi risultassero i titolari dei crediti di maggiore entità. In tal senso si veda Trib. Milano, 4 dicembre 2008, in *www.ilcaso.it*.

<sup>202</sup> Il riferimento è alla recentissima L. 11 dicembre 2016, n. 232, entrata in vigore dal 1 gennaio 2017.

*terzo comma, lettera d)*>>><sup>203</sup>.

La classazione dei crediti, tuttavia, potrebbe scontrarsi con il vaglio critico del tribunale, in capo al quale, salva l'impossibilità di ingerirsi nella valutazione sulla convenienza economica del concordato, viene mantenuto fermo il potere di esaminare e censurare le suddivisioni in classi che abbiano finalità illecite (tra le varie ipotesi, si pensi all'annegamento del dissenso di specifici creditori, all'interno di una "mega-classe" onnicomprensiva di soggetti con posizioni giuridica e soprattutto interessi economici differenti)<sup>204</sup>.

In caso di classamento si rileva che la misura di soddisfazione dei creditori divisi in sotto classi dovrebbe tenere conto anche delle cause legittime di prelazione, salvo i casi di apporto di nuova finanza, sottratta alle regole generali del concorso. A tal riguardo si precisa che tale regola rimarrebbe ferma anche nei confronti dei crediti declassati ai sensi dell'art. 160, co.2, l. fall. in virtù dell'incapienza del bene. Più nello specifico secondo quanto rilevato dalla dottrina l'equiparazione ai creditori chirografari naturali prevista dall'art. 177, co. 3, l. fall. riguarderebbe solo l'esercizio del diritto di voto, lasciando impregiudicate le regole sul concorso, poiché il diritto di prelazione continuerebbe ad assistere l'intero credito<sup>205</sup>. Pertanto non sarebbe possibile collocare nella stessa classe un credito chirografario naturale con un credito chirografario per effetto del meccanismo del declassamento per incapienza. Dunque, sebbene il classamento introduca una deroga al principio della *par conditio creditorum* (fatta salva la parità di trattamento tra creditori appartenenti alla medesima

---

<sup>203</sup> Il provvedimento richiamato è la sentenza Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, 7 aprile 2016, causa C-546/14. In tale sentenza i giudici europei, in relazione ad una domanda di concordato preventivo con patrimonio incapiente, hanno aperto alla falciabilità del debito maturato a titolo di IVA, a condizione venga redatta una relazione dall'esperto indipendente, nella quali si attesti che il credito dell'Amministrazione finanziaria non riceverebbe una soddisfazione migliore nel caso di fallimento della società. Nello specifico la Corte ha affermato il seguente principio di diritto: <<l'articolo 4, paragrafo 3, TUE nonché gli articoli 2, 250, paragrafo 1, e 273 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, non ostano a una normativa nazionale, come quella di cui al procedimento principale, interpretata nel senso che un imprenditore in stato di insolvenza può presentare a un giudice una domanda di apertura di una procedura di concordato preventivo, al fine di saldare i propri debiti mediante la liquidazione del suo patrimonio, con la quale proponga di pagare solo parzialmente un debito dell'imposta sul valore aggiunto attestando, sulla base dell'accertamento di un esperto indipendente, che tale debito non riceverebbe un trattamento migliore nel caso di proprio fallimento>>.

<sup>204</sup>In relazione al fenomeno dell'annegamento del dissenso si veda Trib. Monza, 29 giugno 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>205</sup> L. DE SIMONE, *Formazione delle classi dei creditori e controllo giudiziale*, cit. 16.

classe)<sup>206</sup>, ammettendo trattamenti differenziati tra i diversi creditori (che al di fuori delle classi non sarebbero ammissibili, poiché violerebbero il citato principio di parità di trattamento dei creditori), tale suddivisione non potrebbe alterare l'ordine di graduazione delle prelazioni.

Sul punto si sono formati due orientamenti. Secondo la tesi più rigorosa il divieto di alterazione delle cause legittime di prelazione andrebbe interpretato come divieto di procedere con pagamenti, anche parziali, in favore di creditori di rango inferiore, qualora non si fosse provveduto all'integrale soddisfazione del creditore di grado precedente<sup>207</sup>.

Secondo l'orientamento meno restrittivo -che valuta la tesi più rigorosa come un concreto e grosso ostacolo per l'utilizzo dello strumento concordatario- non si incorrerebbe nel divieto di alterazione dell'ordine di graduazione delle prelazioni laddove il titolare di un credito di rango inferiore ricevesse un trattamento migliore del creditore collocato in un rango successivo<sup>208</sup>.

Alla luce di quanto detto, la presenza di creditori di tipo diverso (che imporrebbe il classamento) e il potere di censura riconosciuto al tribunale, nella fase di ammissione e nel corso della procedura (*infra*), in relazione alla valutazione dei criteri adottati nella formazione delle diverse classi, costituirebbero un ulteriore limite, non codificato in maniera esplicita, ma idoneo a contenere la libertà riconosciuta dal legislatore al debitore, nella definizione del percorso di ristrutturazione.

Sul piano procedurale, si rileva che, nei casi in cui il tribunale ravvisi indizi che spingono

---

<sup>206</sup> Secondo il Trib. di Roma, 20 aprile 2010, in *www.ilcaso.it*, l'art. 160, l. fall., che consente di prevedere trattamenti differenziati tra creditori suddivisi in classi secondo posizione giuridica ed interessi economici omogenei <<costituisce una deroga al principio generale della par condicio creditorum e, come tale, non può che ricevere una stretta interpretazione; ne consegue che i) tale norma non potrà essere applicata ai creditori privilegiati cui si offra il pagamento integrale; ii) qualora vengano offerti trattamenti differenziati ai creditori chirografari ed a quelli prelatizi non integralmente soddisfatti, dovranno essere formate classi distinte di creditori suddivisi secondo posizione giuridica ed interessi economici omogenei; iii) non potranno essere formate classi distinte di creditori laddove non si intenda offrire loro trattamenti differenziati, in quanto ciò urterebbe contro il principio di eguaglianza sotto il profilo del diritto di voto>>, nonché Trib. Padova 16 maggio 2011, in *www.ilcaso.it*, che precisa la possibilità di derogare al principio della *par conditio creditorum* solo nelle ipotesi di concordato con suddivisione dei creditori in classi.

<sup>207</sup> In tal senso C. FERRI, *Classi di creditori e poteri del giudice nel giudizio di omologazione del nuovo concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 2006, 553 ss. Per una analisi delle due tesi si veda E. FRASCAROLI SANTI, *Il concordato preventivo*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 583.

<sup>208</sup> In tal senso si veda E. FRASCAROLI SANTI, *Il concordato preventivo*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 583, che analizza le due tesi.

verso il classamento, potrebbe anche ammettere senza riserve il debitore alla procedura concordataria, però sollecitando il commissario ad effettuare una verifica oculata sull'esistenza in concreto di tale necessità, nell'interesse di tutela del ceto creditorio<sup>209</sup>.

In tal caso, qualora l'esigenza di procedere alla suddivisione dei creditori fosse confermata anche dal commissario nella relazione *ex art. 172 l. fall.*, sulla base di quanto riscontrato nella prassi applicativa, il tribunale potrebbe fissare un termine, per invitare il debitore a formare le classi nel rispetto del criterio di omogeneità della posizione giuridica e degli interessi economici dei singoli creditori.

Nelle proposte concordatarie di conversione dei crediti in azioni, obbligazioni o altri strumenti finanziari, sebbene, come detto, il classamento dei creditori non sia attualmente imposto dalla legge come un requisito della domanda di concordato, la divisione dei creditori appare necessaria, anche in un'ottica di tutela del consenso informato. Tale soluzione sarebbe anche in linea con quanto previsto dal disegno di legge n. 3671, per la riforma delle procedure concorsuali che, in tema di concordato preventivo, all'art. 6, lett. e), prevede <<*la suddivisione obbligatoria dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei*>>.

Alla luce di quanto descritto, in linea generale, la formazione delle classi sarebbe necessaria nel caso la domanda di concordato fosse accompagnata da una proposta ai sensi dell'art. 182-*ter* l. fall., così come di recente riformato; allo stesso modo si renderebbe opportuna in presenza di creditori eterogenei e con trattamento differenziato<sup>210</sup> (denaro, assegnazioni di beni, conversione del credito in azioni o altri titoli, soddisfazione mediante compensazione, *et similia*), come analizzato nella proposta concordataria Parmacotto, nella quale i creditori chirografari sono stati suddivisi in 3 classi (creditori convertendi in strumenti finanziari, creditori commerciali compensati, creditori commerciali soddisfatti parzialmente in

---

<sup>209</sup> Sollecita un controllo sull'esigenza di suddividere i creditori in classi, delegando al Commissario una verifica su tale tema, con obbligo di riferirne al tribunale nell'ambito della relazione *ex art 172 l. fall.*, Trib. Milano 17 novembre 2016, *inedita*.

<sup>210</sup> Il trattamento potrebbe ritenersi differenziato da un punto di vista quantitativo (incidendo sulla misura di soddisfazione), oppure qualitativo (in quanto riguardante le modalità di soddisfazione del credito). In tal senso si veda A. AUDINO, *Commento sub. Art. 160 l. fall.*, Commentario breve alla legge fallimentare, A. MAFFEI ALBERTI (diretto da), Padova, 2013, 1066.

denaro)<sup>211</sup>.

Pertanto, volendo ipotizzare uno schema operativo di possibile classamento nelle ipotesi di proposte concordatarie che prevedano lo *swap* dei crediti, sicuramente i creditori chirografari convertendosi andrebbero inseriti in specifica classe, salva la possibilità di formare più classi, distinguendo a seconda del titolo proposto in conversione (azioni, obbligazioni, strumenti finanziari). La formazione della classe riferita ai creditori convertendosi potrebbe, inoltre, introdurre ulteriori distinzioni e dunque altre classi, a seconda del rapporto obbligatorio (finanziario o commerciale), della presenza di garanzie esterne, o della natura del credito (chirografario naturale e chirografari a seguito di declasso *ex art* 160, co. 2, l. fall., potendosi ulteriormente suddividere a seconda del grado di privilegio originario).

Con riguardo alla regola del concorso, anche nelle ipotesi di conversione dei crediti, varrebbe la regola del concorso sul patrimonio dell'impresa. Dunque il titolare di un credito di rango posteriore dovrebbe ricevere un trattamento migliore del creditore collocato in un rango successivo, non potendo essere trattati allo stesso modo (stessa percentuale)<sup>212</sup>. Pertanto, in concreto, il “pacchetto” (inteso in termini quantitativi e qualitativi) di azioni, obbligazioni o strumenti finanziari proposti ai creditori posteriori dovrebbe avere un valore economico

---

<sup>211</sup> Sul tema delle classi e in particolare sulla possibilità o meno di prevedere un eguale trattamento per tutti i creditori, il panorama interpretativo non sembrerebbe unitario. Secondo un orientamento della giurisprudenza di merito sarebbe inammissibile la suddivisione in classi disgiunta dall'offerta di trattamenti differenziati, poiché le previsioni del co. 1, lett. c) e d) dell'art. 160 l. fall. devono ritenersi congiunte. In tal senso il Trib. Roma, 20 aprile 2010, cit., secondo il quale <<in sede di ammissione al concordato preventivo, il tribunale deve procedere d'ufficio alla valutazione di correttezza dei criteri di formazione delle classi (art. 163, comma 1, legge fallimentare) sicché la previsione di trattamenti differenziati in mancanza di suddivisione in classi, ovvero la suddivisione in classi non collegata a trattamenti differenziati e la non corretta formazione delle classi sono cause di inammissibilità del concordato>>. Nello stesso senso anche Trib. Roma 2 agosto 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), doc. 2405/10, Trib. Milano, 3 aprile 2013, *inedita*, nonché in dottrina F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Milano, 2011, 230, e G. BOZZA, *Concordato preventivo e classi*, in *Fall.*, 2009, 423, secondo i quali sussisterebbe una sorta di onere per il proponente di offrire trattamenti differenziati in ipotesi di classamento. Altro orientamento della giurisprudenza di merito, invece, ritiene una facoltà del debitore l'attribuzione di trattamenti identici a classi differenti, alla luce dell'ampia libertà di scelta lasciata dal legislatore al proponente. Così si esprime il Trib. Mantova, 12 aprile 2012, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo il quale <<è possibile il classamento dei creditori disgiunto dall'offerta di trattamenti diversificati tra le varie classi, ricollegandosi in principalità la suddivisione dei creditori in classi ai diversi interessi di cui essi sono portatori, non potendosi interpretare come congiunte le previsioni della lett. c) e d) dell'art. 160 l.f., alla luce dell'ampia libertà di scelta lasciata dal legislatore al proponente il concordato nell'individuazione delle forme e modalità di soddisfacimento dei crediti>>. Tuttavia, a parere della dottrina tale rischio sarebbe <<agevolmente superabile << assegnando percentuali minimamente differenziate>>. A tal riguardo si veda L.A. BOTTAI, *Opposizione all'omologa, indipendenza dell'attestatore, trattamento delle classi e giudizio di cram down*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it).

<sup>212</sup> Trib. Vicenza, 6 luglio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

complessivo (sul punto si veda paragrafo successivo) superiore rispetto a quello proposto ai creditori con rango inferiore, tale da garantirgli un trattamento differenziato e soprattutto una misura di soddisfazione superiore.

### **3. Il principio della *par conditio creditorum* nelle operazioni di *swap* dei crediti in partecipazioni sociali.**

Con riguardo al tema della *par conditio creditorum*, la dottrina si è domandata se le operazioni di *swap* dei crediti in azioni o in quote possa violare il predetto principio, soprattutto nelle ipotesi in cui la conversione avvenga sulla base di una mera regola aritmetica, che preveda una stretta proporzione tra ammontare del credito e numero o ammontare delle azioni o quote attribuite<sup>213</sup>.

Infatti, come già detto nel capitolo precedente, le partecipazioni proposte ai diversi creditori potrebbero avere differenti valori reali, ossia alcuni pacchetti di quote o azioni -valutati nella loro natura unitaria quale *universitas* e non come singoli beni in un'ottica atomistica- potrebbero incorporare particolari diritti o valori (si pensi al pacchetto di controllo che potrebbe essere riconosciuto ai creditori che vantano crediti consistenti, che solitamente viene negoziato per un corrispettivo superiore al valore di mercato delle singole azioni oggetto di *swap*), creando una situazione di uguaglianza e proporzione solo formale, in virtù della differenziazione dei diritti incorporati in tali titoli. In tal caso, pertanto, alcuni creditori potrebbero essere soddisfatti con un pacchetto di azioni con un valore superiore (in virtù dei maggiori diritti attribuiti ai singoli creditori) rispetto a quello nominale, dunque con un trattamento di favore rispetto agli altri creditori, in violazione alla *par conditio creditorum*. Sul punto, tuttavia, si rileva che, come osservato dalla dottrina, nelle operazioni di conversione dei crediti in azioni o quote, lo *swap* costituisce una sorta di conferimento per liberare la partecipazione sociale, ossia il corrispettivo pagato per diventare soci. La soddisfazione dei creditori mediante tale *datio in solutum*, con conseguente attribuzione ai diversi creditori convertendi di diritti diversi, costituisce il portato della regola dell'eguaglianza proporzionale, che caratterizza le società di tipo capitalistico e che riflette la diversità e l'entità degli investimenti effettuati dai singoli soci (ossia, nello *swap*, dai

---

<sup>213</sup> G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra i soci*, cit., 852 ss.

creditori convertendi)<sup>214</sup>.

Sebbene il tema presenti aspetti problematici da un punto di vista sia economico, sia giuridico, sembra potersi condividere la tesi della citata dottrina, secondo la quale l'eventuale diversità dei diritti connessi alle partecipazioni attribuite ai creditori in proporzione al diverso ammontare di credito, da cui possono discendere ulteriori utilità per i singoli creditori, rappresentano <<il portato della coerente applicazione delle ordinarie regole del diritto societario>>, fondato sul principio capitalistico, pertanto, sul piano giuridico, non integrano una violazione della *par conditio creditorum*<sup>215</sup>. Solo sul piano economico, invece, potrebbero verificarsi rischi di violazione del predetto principio, qualora il valore complessivo della partecipazione attribuita (in virtù dei singoli diritti in essa incorporati) fosse maggiore rispetto all'ammontare del credito vantato dal creditore convertendo. Tuttavia tale diseguaglianza economica potrebbe essere riequilibrata mediante un'assegnazione non proporzionale delle quote rispetto al valore nominale del credito oggetto di *swap*, ossia assegnando ai creditori un numero di azioni o quote che abbiano un valore effettivo complessivo pari al valore del credito vantato dal creditore convertendo, dunque assegnando un numero di azioni o quote anche di numero inferiore rispetto all'ammontare del credito oggetto di conversione, qualora incorporino utilità maggiori rispetto al loro valore nominale.

#### **4. Il diritto di voto dei creditori soddisfatti mediante le operazioni di conversione dei crediti**

La dottrina si è interrogata se, nell'ipotesi di *equity* e *debt swap* o comunque di conversione in altri strumenti finanziari, al creditore interessato da tale operazione spetti il diritto di voto nell'adunanza dei creditori<sup>216</sup>.

A tal riguardo appare necessario esaminare sinteticamente alcune norme, relative al diritto di voto nel concordato preventivo.

---

<sup>214</sup> G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra i soci*, cit., 852 ss.

<sup>215</sup> G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra i soci*, cit., 872 ss.

<sup>216</sup> Tra i tanti si veda M. FERRO, *Sub artt. 160 e 161*, in M. FERRO (a cura di), *La legge fallimentare*, Padova, 2014, 2078.



Come noto, la disciplina fallimentare non riconosce il diritto di voto ai creditori per i quali è previsto il pagamento integrale, salvo rinuncia totale o parziale al diritto di prelazione. Nello specifico l'art. 177, co. 2., l. fall. stabilisce che *“i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, ancorché la garanzia sia contestata, dei quali la proposta di concordato prevede l'integrale pagamento, non hanno diritto al voto se non rinunciano in tutto od in parte al diritto di prelazione. Qualora i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca rinuncino in tutto o in parte alla prelazione, per la parte del credito non coperta dalla garanzia sono equiparati ai creditori chirografari; la rinuncia ha effetto ai soli fini del concordato”*.

Tuttavia appare opportuno rilevare che nel concordato preventivo, se da un canto si prevede come regola generale il soddisfacimento integrale dei creditori privilegiati, dall'altro il legislatore ha contemplato la possibilità per il debitore, al ricorrere di determinati presupposti previsti dalla legge, di pagare anche alcuni crediti privilegiati in maniera falcidiata (cosiddetto degrado o declasso a chirografo). Sul punto l'art. 160, co. 2, l. fall. stabilisce che *“la proposta può prevedere che i creditori muniti di diritto di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purché il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione indicato nella relazione giurata di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lettera d). Il trattamento stabilito per ciascuna classe non può avere l'effetto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione”*.

Coerentemente con il disposto di tale ultima norma, l'art. 177, co. 3, l. fall. assimila la posizione dei creditori privilegiati falcidiati a quella dei creditori chirografari, prevedendo che *“i creditori muniti di diritto di prelazione di cui la proposta di concordato prevede, ai sensi dell'articolo 160, la soddisfazione non integrale, sono equiparati ai chirografari per la parte residua del credito”*. In altri termini, si riconosce ai creditori privilegiati il diritto di voto in proporzione alla quota di credito degradato a chirografo.

Alla luce di tale disciplina, che da un lato vieta il diritto di voto ai creditori per i quali è previsto, nel piano concordatario, il pagamento integrale, dall'altro lo riconosce per la parte di credito declassata a chirografo, la dottrina si è domandata se il concetto di “pagamento

integrale” indicato all’art. 177, co. 2, l. fall., che, come descritto, comporta l’esclusione del diritto di voto, ricorra anche nelle ipotesi di conversione dei crediti in azioni, obbligazioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito. In altri termini gli studiosi si sono interrogati se, nelle operazioni di *swap* totale dei crediti, il creditore possa essere considerato soddisfatto con “pagamento integrale”, tale da precludergli il riconoscimento del diritto di voto<sup>217</sup>.

Sul punto, l’orientamento prevalente sembrerebbe prediligere una lettura interpretativa che associa al concetto di “pagamento integrale” la classica modalità di adempimento dell’obbligazione, mediante l’utilizzo del denaro<sup>218</sup>. Tale visione sembrerebbe trovare conforto anche nella giurisprudenza di merito, la quale -intervenuta sul significato del sostantivo “pagamento”, in una questione relativa all’interpretazione dell’art. 160, co. 4, l. fall., ossia sul tema relativo alla misura minima di soddisfazione dei creditori chirografari nei concordati preventivi con natura liquidatoria (attualmente misura riportata al venti per cento del debito chirografario)- ha affermato che il termine "pagamento" contenuto nel quarto comma del citato articolo, introdotto dal decreto legge n. 83/2015, comporta in capo al debitore l’obbligo di pagare monetariamente l’importo del 20% del complessivo ammontare dei crediti chirografari, non essendo consentita la loro soddisfazione in altro modo se non per quanto riguarda la eventuale eccedenza rispetto a detta percentuale che il debitore è libero di offrire. A parere dei giudici, infatti, il termine pagamento avrebbe un significato chiaro che conduce direttamente al concetto di denaro, il quale, ai sensi dell’articolo 1277 c.c., costituisce lo strumento normale di adempimento delle obbligazioni pecuniarie<sup>219</sup>.

---

<sup>217</sup> Tra tutti si veda M. FERRO, *Sub artt. 160 e 161, cit.*, 2078.

<sup>218</sup> Sul punto si vedano F. FIMMANO, *L’allocazione efficiente dell’impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, 99, nonché P.F. CENSONI, *Il concordato preventivo e la prospettiva della ricollocazione del patrimonio dell’impresa in crisi*, in *Dir. fall.*, 2008, I, 864. Nello stesso senso R. RANALLI, *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2014, 12, 1350 ss., il quale qualifica la conversione dei crediti in azioni, obbligazioni o altri strumenti finanziari come un “degrado qualitativo”, poiché l’attribuzione di tali beni, quale alternativa alla soddisfazione del creditore mediante il classico pagamento in denaro, è idonea ad alterare la “qualità del credito” e dunque a riconoscergli il diritto al voto.

<sup>219</sup> Trib. Milano, 7 aprile 2016, in *www.ilcaso.it*. Secondo i giudici “*depone in favore di questa interpretazione il chiaro e per nulla ambiguo tenore letterale della disposizione, giacché il termine "pagamento" ha un suo significato tecnico preciso, in alcun modo equivalente al concetto di "soddisfacimento" e che riconduce senza incertezze al denaro il quale, ai sensi dell’articolo 1277 c.c., costituisce lo strumento normale di adempimento delle obbligazioni pecuniarie*”.

Pertanto, alla luce degli orientamenti espressi in dottrina e giurisprudenza, le operazioni di conversione dei crediti, non rappresentando un pagamento in denaro, non potrebbero essere sussunte nel concetto di “pagamento integrale”, richiamato dall’art. 177, co. 2, l. fall., dal quale si fa discendere l’esclusione del diritto di voto per i creditori privilegiati.

Pertanto appare possibile ritenere che ai creditori soddisfatti mediante l’attribuzione di azioni, obbligazioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito, andrebbe riconosciuto il diritto di voto, anche in virtù degli effetti che la conversione produce, andando a incidere direttamente sulla posizione del creditore e sulla qualità del suo credito<sup>220</sup>.

A conferma di tale assunto, inoltre, sembrerebbe deporre la disciplina di diritto comune in tema di *datio in solutum*. Tale istituto, disciplinato all’art. 1197 c.c., prevede la possibilità per il debitore di liberarsi dall’obbligazione eseguendo una prestazione diversa da quella dovuta, anche se di valore uguale o maggiore, ma solo nelle ipotesi in cui il creditore lo consenta. La *datio in solutum*, inoltre, è una delle forme di soddisfazione dei crediti, espressamente contemplate dall’art. 160, co. 1, l. fall<sup>221</sup>.

Pertanto l’operazione di conversione dei crediti in *equity*, *debt* o quasi *equity*, integrando i caratteri essenziali della *datio in solutum*, poiché estinguerebbe l’obbligazione con una prestazione diversa dal pagamento in denaro, comunque presupporrebbe il previo ottenimento del consenso dei creditori, attraverso il riconoscimento del diritto di voto, da esercitare in seno all’adunanza (o nei 20 giorni successivi)<sup>222</sup>.

---

<sup>220</sup> Sul punto si veda Trib. Sulmona 2 novembre 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo il quale nelle ipotesi si concordato con classi, con l’attribuzione di quote, azioni od obbligazioni (art. 160, comma 1, lett. a, l. fall.), quindi con strumenti diversi dal denaro, si va ad alterare non la quantità, ma la qualità del credito.

<sup>221</sup> Per una analisi generale dell’istituto si veda S. RODOTA’, voce *Dazione in pagamento*, in *Enciclopedia del diritto*, XI, F. CALASSO (diretto da), Milano, 2007, 737.

<sup>222</sup> La giurisprudenza di merito si è interrogata se il procedimento di conversione di credito in *equity* produca una novazione oggettiva del credito, oppure determini una soddisfazione dei creditori attraverso una diversa prestazione, secondo lo schema della *datio in solutum* ai sensi dell’art. 1197 c.c. In tale ultimo senso si è espresso il Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), con nota di G. CORVINO- L. JEANTET, *Concordato: conversione forzososa di crediti in equity, risoluzione e sorte dell’obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente*. A tal riguardo a parere dei giudici emiliani la conversione forzososa di un credito in azioni, quote, obbligazioni o strumenti finanziari esplica un effetto estintivo irreversibile dell’obbligazione di pagamento secondo lo schema della *datio in solutum*, con la conseguenza che in caso di risoluzione del concordato con successivo fallimento, il creditore soddisfatto con l’assegnazione dei citati titoli, perde il diritto d’insinuazione al passivo. Più nello specifico è stato affermato che <<per effetto del decreto di omologa ex art. 184 L.F. al debitore è concessa la possibilità di liberarsi dall’obbligazione originaria (ristrutturata) mediante l’esecuzione di una prestazione diversa da quella originariamente convenuta (art. 1197 c.c.); l’estinzione dell’obbligazione è configurabile mediante l’attribuzione – nel rispetto delle previsioni contenute nel piano – di diritti differenti da ordinari mezzi monetari con le forme della *datio*

## **5. Il “pacchetto” di diritti, obblighi, *patti* e situazioni giuridiche soggettive frutto della conversione dei crediti: esiste un limite?**

Come descritto l’approvazione del piano da parte della maggioranza dei creditori e la successiva omologazione da parte del tribunale competente determina un effetto di trascinamento in capo ai creditori dissenzienti, che conseguentemente verrebbero soddisfatti con le modalità approvate dalla maggioranza.

Pertanto, i creditori che non hanno concorso all’approvazione del piano concordatario che preveda la ristrutturazione del debito mediante conversione forzosa dei crediti in azioni, obbligazioni o altri strumenti finanziari, si troverebbero vincolati alla decisione della maggioranza, dovendo accettare la conversione dei loro crediti, con mutazione del loro *status* da creditori “puri” a quello di azionisti, obbligazionisti o titolari di altri strumenti finanziari o di debito, da cui deriverebbe, inoltre, la modifica del contenuto dei diritti connessi alla loro posizione giuridica.

Giova rilevare che siffatta modificazione non produrrebbe un cambiamento solo sul piano formale, poiché il *favor* riconosciuto all’autonomia privata consentirebbe al debitore di prevedere un piano concordatario fondato su un’operazione di conversione dei crediti, con *swap* in titoli e strumenti di vario genere, con contenuti lasciati alla fantasia dell’imprenditore in crisi e a quella dei suoi advisors.

A tal riguardo si è già anticipato che con la riforma del diritto societario il legislatore ha scelto di estendere la libertà negoziale, consentendo la creazione di specifici strumenti finanziari, per ampliare e diversificare la tipologia di prodotti offerti agli investitori, al fine di venire incontro alle più diverse istanze, con l’intento ultimo di permettere alle imprese di

---

*in solutum* (art. 1197 c.c.); trattandosi di “prestazione in luogo dell’adempimento”, l’attribuzione dei titoli è volta alla consegna di un determinato bene, ma non garantisce anche un risultato monetario finale; ciò sta a dire che la consegna da parte della società in concordato ai propri creditori delle azioni di nuova emissione costituisce pieno adempimento ed integrale soddisfazione dei creditori inclusi nella classe per la quale si prevede tale metodo solutorio; il relativo effetto è quello di estinguere, con efficacia soddisfattiva, l’originaria obbligazione concorsuale così come ristrutturata (del resto, l’art. 160 L.F. utilizzando l’espressione “soddisfazione mediante attribuzione”, anche sotto il profilo letterale, sembra richiamare la “prestazione in luogo. dell’adempimento” e, soprattutto, l’effetto estintivo riconducibile a quest’ultima); ritenuto, quindi, che nelle riorganizzazioni societarie, anche in caso di risoluzione del concordato preventivo, una volta che il credito sia stato fatto oggetto di un mutamento qualitativo-quantitativo e di una nuova regolazione (a seguito di conversione in azioni, quote, obbligazioni ecc.), esso non potrebbe risorgere nella sua originaria consistenza, essendo irreversibile l’effetto pienamente “estintivo” della *datio in solutum*>>.

aumentare la raccolta di risorse a titolo di finanziamento e/o investimento<sup>223</sup>.

Pertanto, sulla scorta di tale libertà, il debitore potrebbe proporre ai creditori operazioni di *swap* dei crediti che comportano, a carico del creditore convertendo, anche l'assunzione di particolari obblighi, divieti, *patti* ed oneri di vario genere.

In altri termini le azioni, obbligazioni o gli strumenti finanziari offerti in conversione potrebbero incorporare oltre a situazioni soggettive attive, con conseguente riconoscimento di diritti e connessi potenziali benefici, anche situazioni soggettive passive, dalle quali ne deriverebbe l'imposizione di obblighi, divieti e *patti*.

A tal riguardo, nel diritto societario, diversi sono gli esempi di titoli che impongono situazioni soggettive passive. In tema di società per azioni si pensi, ad esempio, alle azioni con prestazioni accessorie, espressamente disciplinate dall'art. 2345 c.c., con le quali è possibile prevedere nello statuto degli obblighi accessori a carico dei soci (oltre a quello dei conferimenti), ossia di eseguire prestazioni non consistenti in danaro, determinandone il contenuto, la durata, le modalità e il compenso e stabilendo particolari sanzioni per il caso di inadempimento. Oppure alle azioni riscattabili che, a norma dell'art. 2437-*sexies*, c.c. pongono il possessore in una situazione di soggezione (*patti*) nei confronti della società o dei soci, nonché alle azioni correlate, le quali, ai sensi dell'art. 2350, co. 2, c.c., al verificarsi di determinate condizioni, possono imporre la conversione in azioni di altra categoria.

Allo stesso modo si dovrebbero ricomprendere in tale macro tipologia anche le azioni connotate dall'obbligo di *co-vendita*, che prevedono il diritto (*tag along*) e/o l'obbligo (*drag along*), per i soci (solitamente quelli di minoranza), di vendere le proprie azioni, contestualmente alla cessione ad un terzo, delle partecipazioni degli altri soci (solitamente quelli di maggioranza)<sup>224</sup>. Nonché le azioni che comportano l'assunzione di un divieto di

---

<sup>223</sup> Sul punto si veda U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 984 e ss.

<sup>224</sup> Grazie alla clausola di *tag along*, nell'ipotesi il socio di maggioranza intenda vendere la propria partecipazione, i soci di minoranza possono decidere se "accodarsi" a tale vendita, al fine di beneficiarne degli effetti. In altri termini i soci di minoranza possono vendere le proprie azioni alle medesime condizioni e allo stesso prezzo concordato con l'acquirente, dal socio di maggioranza alienante. Pertanto qualora quest'ultimo fosse intenzionato ad alienare al terzo acquirente la sua partecipazione e i soci di minoranza decidessero di avvalersi (è una facoltà non un obbligo) della clausola *tag along*, il terzo acquirente sarebbe obbligato ad acquistare tutte le azioni (sia dei soci di maggioranza, sia di quelli di minoranza che si avvalgono della clausola). Tale clausola infatti prevede che il socio maggioritario proponga al terzo acquirente una vendita irrevocabile, condizionata all'acquisto delle azioni dei soci di minoranza. Tuttavia qualora il terzo non intenda

concorrenza da parte del possessore e comunque tutti quei titoli atipici creati dall'autonomia statutaria, che producono in capo al titolare i più svariati obblighi (di dare, fare o non fare) o situazioni di *pati*.

Allo stesso modo anche il contenuto degli strumenti finanziari partecipativi e delle obbligazioni offerti in conversione potrebbe essere variamente definito dal debitore, prevedendo, ad esempio, particolari privilegi patrimoniali, ma anche eventuali situazioni soggettive passive.

## 6. Il “peso” imposto ai creditori dissenzienti

Come evidenziato nel paragrafo precedente, le operazioni di *swap* potrebbero comportare in capo a tutti i creditori, anche quelli dissenzienti, l'assunzione “forzosa” di particolari situazioni soggettive passive.

Tuttavia giova interrogarsi se, in assenza di un limite legale espresso dalla disciplina fallimentare, che sul punto appare molto laconica (infatti l'unico articolo che richiama in maniera diretta l'operazione di conversione dei crediti è l'art. 160, co. 2, l. fall.), esista comunque una linea di confine nei concordati preventivi con operazioni di conversione dei crediti in *equity*, *debt* o quasi *debt* al di là della quale si sconfinerebbe nell'area dell'illiceità. A tal riguardo alcuni utili spunti di riflessione sul tema potrebbero essere forniti dall'istituto della conversione azionaria forzata, in virtù dell'esistenza di alcuni punti in comune.

---

acquistarle è possibile individuare un'alternativa: i soci potrebbero decidere di proporgli un'offerta quantitativamente identica a quella iniziale ma composta in proporzione sia da quote del socio alienante, sia da quote dei soci di minoranza co-venditori. In tal modo i benefici della cessione verrebbero ugualmente distribuiti a favore di tutti i soci (di maggioranza e minoranza). La clausola di *drag along*, invece, permette di evitare alcune problematiche ostative alla cessione delle partecipazioni di maggioranza. Può accadere, infatti, che un potenziale terzo acquirente intenzionato a rilevare una partecipazione di maggioranza possa essere scoraggiato nell'acquisto dalla presenza di un socio di minoranza all'interno della società. Tuttavia con tale clausola, il socio di maggioranza che intende alienare la propria quota partecipativa acquista il diritto di negoziare col terzo la vendita dell'intero capitale sociale, comprensivo delle azioni dei soci di minoranza. Il socio di maggioranza pertanto “trascina” le partecipazioni degli altri soci nell'operazione di cessione, obbligandoli a trasferire anche le proprie partecipazioni. Con tale clausola si permette all'acquirente di acquistare l'intero capitale sociale, senza il timore di trovare soggetti “sgraditi”. Solitamente, nella prassi commerciale si aumenta il valore delle quote determinando un “premio di maggioranza” a favore di tutti i soci, compresi quelli di minoranza.

## 6.1. Uno sguardo alla conversione forzata delle azioni nel diritto societario

Nel diritto societario esistono vari esempi di conversione con effetto di trasformazione del titolo. A tal riguardo si pensi alle obbligazioni convertibili in azioni, che attribuiscono al possessore il diritto di sottoscrivere azioni della stessa società, in base a un prefissato rapporto di cambio, utilizzando come conferimento le somme già versate al momento dell'acquisto delle obbligazioni e che pertanto trasformano l'obbligazionista in azionista della società.

Allo stesso modo, alla luce degli ampi spazi di libertà riconosciuti alla autonomia privata, la società potrebbe creare strumenti finanziari muniti anche del diritto di conversione in azioni (come nel caso Parmacotto).

Anche in relazione alle azioni è possibile individuare un fenomeno di conversione, che alterando l'assetto dello *status* dell'azionista, modifica il contenuto delle azioni già in circolazione.

Tale ipotesi di conversione delle azioni, in virtù degli effetti che produce, potrebbe assumere rilievo o comunque fornire degli spunti per la valutazione delle operazioni concordatarie di conversione dei crediti in azioni.

Pertanto -senza pretese di esaustività su un tema così ampio da non poter essere approfondito in questa sede e tralasciando le diverse ipotesi di conversione delle obbligazioni o degli strumenti finanziari, nonché la diversa ipotesi di conversione azionaria facoltativa, in cui viene attribuito un diritto al concambio delle proprie azioni- si svolgeranno delle brevi considerazioni sulla conversione azionaria "forzata", ossia sulla "trasformazione" imposta al possessore delle azioni senza il suo preventivo consenso.

Sul punto giova distinguere che tale operazione "coattiva" può condurre a due diversi risultati, ossia alla conversione delle azioni in circolazione: *i)* in titoli connotati da diritti diversi; oppure *ii)* in titoli che comportano l'assunzione di situazioni giuridiche passive a carico del possessore<sup>225</sup>.

---

<sup>225</sup> Per una approfondita ed efficace disamina dei singoli elementi che connotano l'istituto della conversione azionaria e delle connesse problematiche si veda G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012, definita dall'autore come <<una deliberazione dell'assemblea straordinaria, che senza aumenti né riduzioni del capitale sociale ed attraverso l'alterazione del contenuto delle situazioni soggettive (attive e passive) incorporate nei titoli azionari già in circolazione, ha come effetto la creazione, la modificazione o l'estinzione di una categoria speciale o di un tipo particolare di azioni>>.

In relazione al primo caso si pensi alle ipotesi di modificazione dei diritti azionari (in assenza di clausole statutarie *ad hoc*) mediante conversione forzata: *i*) delle azioni ordinarie e di categoria speciale in azioni di risparmio (ritenute, dalla dottrina anteriore alla riforma, delibere illegittime, anche in virtù dell'indisponibilità, da parte della maggioranza, del diritto di voto individuale del singolo azionista, che in tale ipotesi verrebbe soppresso<sup>226</sup>); *ii*) delle azioni di risparmio in azioni ordinarie o di altra categoria speciale (del pari ritenuta da alcuni autori illegittima, anche in caso di dequotazione della società<sup>227</sup>); *iii*) delle azioni privilegiate in azioni ordinarie o di altra categoria (decisione adottata dalla maggioranza dell'assemblea straordinaria e ritenuta legittima dalla giurisprudenza, salvo l'ulteriore e successiva approvazione da parte dell'assemblea speciale *ex art. 2376 c.c.*<sup>228</sup>).

Sul tema, più di recente, la dottrina ha sottolineato che tali operazioni di conversione forzata possono ritenersi lecite, purchè siano rispettati alcuni limiti, regole e principi, tra i quali: *i*) il rispetto del principio di parità di trattamento tra i soci, ossia l'adozione di modalità operative non discriminatorie, nelle ipotesi di conversione forzata approvata a maggioranza; *ii*) a cui si aggiunge, in caso di conversione forzata delle azioni speciali in azioni ordinarie o speciali, con soppressione dei diritti differenziali della categoria, l'ulteriore approvazione da parte dell'assemblea speciale delle azioni convertite ai sensi dell'art. 2376 c.c. e del riconoscimento del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, co. 1, lett. g), c.c. a beneficio dei dissenzienti; *iii*) la necessaria approvazione dell'assemblea speciale dei possessori delle azioni diverse da quelle oggetto di conversione, nelle ipotesi in cui l'operazione pregiudichi (anche indirettamente) i diritti di tali azioni; *iv*) nonché, sulla medesima scia interpretativa che impone il divieto di decisioni discriminatorie, l'impossibilità per l'assemblea speciale di approvare una conversione che conduce a una vera e propria novazione del contenuto del diritto diverso, tale da produrre una sostituzione del diritto originario con un'altra e diversa

---

<sup>226</sup> In tal senso si veda M. SEPE, *Commento all'art. 145*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), Milano, 1998, 770.

<sup>227</sup> Sul punto, su tutti, si veda P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 588 ss.

<sup>228</sup> Sul punto si vedano Trib. Milano, 9 marzo 2000, in *Giur. it.*, 2000, 1879, Trib. Milano, 15 luglio 1982, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1983, II, 478 con nota di C. COSTA, *Conversione di azioni privilegiate a voto limitato in ordinarie: assemblee speciali, poteri e limiti*, e App. Torino, 21 novembre 1950, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1951, III, 304. Per un'analisi sulla disciplina delle assemblee speciali si veda, tra tutti, A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.



situazione giuridica soggettiva<sup>229</sup>.

Invece, nel secondo caso sopra elencato, ossia nelle ipotesi in cui la conversione azionaria produca, in capo al possessore delle azioni convertite forzosamente, l'assunzione di situazioni giuridiche passive, la dottrina ha sollevato dei dubbi sulla liceità dell'operazione. A tal riguardo, infatti, è stato rilevato che la tutela garantita dal sistema a protezione dei singoli a volte non risulta sufficiente e pertanto alcune ipotesi di conversione azionaria forzata, che comportano l'insorgere o il peggioramento di obblighi o più in generale di situazioni giuridiche passive, devono ritenersi illegittime<sup>230</sup>.

Più nello specifico, secondo la citata dottrina, salvo le ipotesi espressamente previste dalla legge (in tema di prestazioni accessorie *ex art 2345 c.c.*, che prevede la possibilità di derogare statutariamente alla regola dell'unanimità a favore di quella della maggioranza, nonché in tema di recesso *ex art 2437 c.c.*, nei casi in cui si introducano a maggioranza gli obblighi previsti dalla citata disciplina), in linea generale non potrebbero ritenersi lecite altre ipotesi di imposizioni da parte della maggioranza di obblighi o *patti* a carico dei soci, senza il loro preventivo ed espresso assenso individuale.

Alla luce di quanto rilevato, se da un canto, anche in assenza di espressa previsione statutaria, apparirebbero legittime quelle operazioni di conversione azionaria forzata decise dalla maggioranza che non comportano però l'assunzione di *patti* o altri obblighi pregiudizievoli (salvo, però, la tutela dei diritti di categoria speciale e il rispetto del principio di parità di trattamento tra soci), dall'altro, alla luce del generale principio di intangibilità della sfera giuridica altrui, in assenza del consenso del soggetto inciso, dovrebbero ritenersi illegittime tutte quelle operazioni forzate che, in assenza di un preventivo assenso del singolo socio, impongono la nascita o il peggioramento di situazioni giuridiche passive.

Da ciò ne conseguirebbe il divieto per la maggioranza assembleare di modificare, mediante un'operazione di conversione forzata e senza l'assenso espresso del socio inciso, la

---

<sup>229</sup> Sul punto si veda G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, cit., 145 ss.

<sup>230</sup> In tal senso G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, cit., 54, secondo il quale la tutela prevista dagli artt. 2376 (approvazione della assemblea speciale) e 2437 (diritto di recesso) c.c., nonché il rispetto del principio di parità di trattamento tra soci, non sembrerebbero rappresentare rimedi sufficienti <<*a consentire qualsivoglia conversione azionaria autoritativamente imposta al singolo o, più in generale, la nascita o l'aggravamento di obblighi o di situazioni di soggezione passiva in genere a carico del possessore di una certa tipologia di azioni*>>.

situazione giuridica soggettiva individuale dell'azionista, in maniera peggiorativa, ossia ponendogli a carico obblighi o *patti* diversi da quelli espressamente previsti dalla legge.

## **6.2.La legittimità di una decisione a maggioranza nelle conversioni forzose con effetti potenzialmente sfavorevoli**

Le considerazioni svolte in relazione al diritto societario potrebbero fornire utili chiavi di lettura sui confini di liceità nelle operazioni di *swap* in ambito concordatario.

Come già descritto l'ampia libertà riconosciuta al debitore permette di modellare in maniera discrezionale i contenuti del piano, dunque la misura e le modalità di soddisfazione dei creditori. In astratto, sarebbe possibile prevedere nel piano concordatario, che i titoli proposti in conversione comportino anche l'assunzione di *patti*, obblighi o più in generale di altre situazioni giuridiche soggettive.

In tale eventualità, la proposta, qualora approvata dalla maggioranza, potrebbe imporre a tutti i creditori, dunque anche quelli dissenzienti, l'assunzione forzata di oneri potenzialmente pregiudizievoli. In altri termini i creditori dissenzienti potrebbero essere costretti a subire la decisione della maggioranza e le particolari situazioni passive gravose ad essa connessa.

Per rimediare a tale possibile *vulnus*, in realtà, come già detto, il legislatore ha previsto a favore dei dissenzienti la possibilità di presentare opposizione ai sensi dell'art. 180, co. 4, l. fall. Tale strumento garantisce ad un creditore appartenente ad una classe dissenziente ovvero, nell'ipotesi di mancata formazione delle classi, ai creditori dissenzienti che rappresentano il venti per cento dei crediti ammessi al voto, di opporsi alla decisione della maggioranza. In tale ipotesi, tuttavia, il tribunale, qualora ritenga che i citati creditori oppositori possano essere soddisfatti dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili, potrebbe superare il dissenso e comunque omologare il concordato (cosiddetto *cram down*).

Sul punto, tuttavia, si nota che, nelle ipotesi di conversione dei crediti in azioni, il valore della partecipazione (escluso quello nominale che può essere posto alla base dell'operazione societaria di *swap*) è legato anche a valutazioni prospettiche, ossia al possibile andamento dell'azienda mediante la prosecuzione dell'attività. Pertanto, differentemente dalle ipotesi

liquidatorie, nelle quali il tribunale è chiamato a comparare il possibile valore di realizzo derivante dalla dismissione degli *assets* nei due diversi scenari (fallimentare e concordatario), sulla base di parametri piuttosto oggettivi, nella diversa ipotesi di *swap* dei crediti la valutazione comparativa risulterebbe più difficoltosa. Infatti il giudizio del tribunale dovrebbe basarsi su una valutazione delle azioni che, fatto salvo per il loro valore nominale, in termini di valore reale dovrebbe considerare anche le prospettive reddituali, che sostanzialmente dipendono dall'imprevedibile futuro andamento della società. Infatti il valore della partecipazione assegnata forzosamente sarebbe soggetta a fluttuazione nel tempo. In altri termini il tribunale sarebbe chiamato a comparare il possibile valore di realizzo, riveniente dalla vendita dell'intera azienda o dei suoi *assets* in via atomistica, in uno scenario fallimentare, rispetto al valore che un titolo può assumere in un'ottica di continuità, sulla base delle *assumptions* poste alla base del piano concordatario e soprattutto del piano industriale predisposto dalla società.

Pertanto a causa della complessità della valutazione che il tribunale sarebbe chiamato ad esprimere, in virtù dell'aleatorietà degli elementi oggetto di esame, la difficile valutazione discrezionale demandata ai tribunali, in assenza di criteri predefiniti, presumibilmente sarebbe foriera di esiti incerti e differenziati a livello territoriale.

In virtù di quanto appena detto, in caso di opposizione da parte dei creditori dissenzienti, la conversione forzata dei crediti in azioni o altri strumenti finanziari, in generale, presenterebbe dei problemi legati alla valutazione comparativa effettuata dal tribunale. Tali difficoltà aumenterebbero qualora le opposizioni riguardino proposte di *swap* in titoli, che impongono l'assunzione di situazioni giuridiche soggettive passive. In tali ipotesi, infatti, emergerebbero ulteriori criticità valutative, poiché il tribunale sarebbe chiamato a stimare anche l'incidenza negativa del peso imposto ai creditori convertendi, ai fini della comparazione con i benefici rivenienti dagli scenari alternativi concretamente praticabili.

Tuttavia l'operazione, più che da un punto di vista concordatario, rilevarebbe *in primis* sotto l'aspetto societario. Pertanto si imporrebbe una preliminare analisi di liceità sul titolo proposto in conversione. In concreto, infatti, ai creditori dissenzienti verrebbe imposto di rinunciare al proprio credito a fronte dell'assunzione forzata di titoli potenzialmente produttivi di effetti pregiudizievoli, dunque illeciti (poiché attribuiti in maniera forzata e

senza il consenso del soggetto inciso).

Inoltre, concentrando l'attenzione sui soggetti coinvolti in tali operazioni, giova notare che, in ambito societario, il soggetto inciso dalla illecita conversione azionaria pregiudizievole era il socio.

Nella conversione forzosa dei crediti in ambito concordatario, si imporrebbero medesime esigenze di tutela poiché l'assunzione di eventuali situazioni giuridiche passive, connesse alla trasformazione del credito, riguarderebbe i creditori, ossia soggetti già fortemente penalizzati, dalla situazione di dissesto della società.

Pertanto -anche in virtù del principio di intangibilità della sfera giuridica, che implica il divieto di intromissione nell'altrui sfera giuridica con effetti pregiudizievoli, in assenza del consenso del soggetto inciso- la possibilità di poter ulteriormente “incidere sulla posizione soggettiva del creditore, imponendogli l'assunzione di *patti*, obblighi o in generale di altre situazioni soggettive passive non sembrerebbe ammissibile<sup>231</sup>.

Infatti, anche in un'ottica di sistema generale, non sarebbe coerente giustificare in ambito concordatario ciò che è stato già ritenuto illecito in ambito societario, poiché comporterebbe una sorta di “riabilitazione” di uno strumento vietato.

## **7. Il nuovo art. 182-septies l. fall. e l'estensione “forzata” degli effetti ai non aderenti**

Un analogo effetto di trascinamento, simile a quello che si verifica a carico dei creditori dissenzienti nella conversione “forzosa” dei crediti in *equity*, *debt* o quasi *equity*, è possibile individuarlo nell'accordo di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-septies l. fall.*<sup>232</sup>.

Tale norma, è stata introdotta con il Decreto Legge n. 83/2015, convertito con la legge n.

---

<sup>231</sup> Sull'intangibilità della sfera giuridica altrui individuale, che in generale non può essere modificata da atti negoziali altrui svantaggiosi per il terzo si veda M. C. BIANCA, *Il contratto*, in *Diritto Civile*, Milano, 2000, 3, 565, nonché A. ASTONE, *Contratto negozio regolamento: contributo allo studio del negozio unilaterale*, Milano, 2009, 247 secondo il quale il principio di intangibilità non equivale ad una assoluta immodificabilità della sfera giuridica altrui, ma solo il divieto di produrre effetti diretti sfavorevoli per il terzo, senza che vi sia il suo assenso preventivo.

<sup>232</sup> Per un inquadramento dell'art. 182-septies l. fall. si veda P. VALENSISE, *Osservazioni sull'accordo di ristrutturazione con gli intermediari finanziari ex art. 182-septies l. fall.*, in *La nuova mini-riforma della legge fallimentare*, M. SANDULLI – G. D'ATTORRE (a cura di), Torino, 2016, 287 ss; C.L. APPIO, *Prime riflessioni in tema di accordi di ristrutturazione del debito ex art. 182-septies fra ragioni creditorie e principio consensualistico*, in *www.ilcaso.it*, 2015; A. NIGRO, *Gli accordi di ristrutturazione con “intermediari finanziari” e le convenzioni di moratoria*, in *www.rivistaodc.eu*, 2015; N. NISVOCCIA, *Il nuovo art. 182 septies l. fall.: quando e fin dove la legge può derogare a se stessa?*, in *Fall.*, 2015, 1181.

132/2015 e disciplina gli accordi di ristrutturazione con gli intermediari finanziari, nel caso in cui almeno metà dell'esposizione complessiva dell'imprenditore sia maturata verso le banche e gli intermediari finanziari, nonché la convenzione di moratoria temporanea dei crediti nei confronti di una o più banche o intermediari finanziari. Come noto, siffatto istituto è stato introdotto per superare le posizioni "ostili" dei piccoli creditori finanziari, ossia per evitare che, nell'ambito delle negoziazioni relative a un accordo ai sensi dell'art. 182-*bis* l. fall., le eventuali resistenze di alcuni istituti di credito "riottosi", caratterizzati da esposizioni poco rilevanti, possano fungere da blocco all'intera operazione di ristrutturazione e mettere a rischio la conclusione dall'accordo complessivo. In altri termini, con tale previsione si è inteso rafforzare le *chances* del debitore di trovare una soluzione negoziale per il salvataggio dell'impresa colpita dalla crisi, riconoscendo un peso maggiore alle banche con una esposizione più rilevante, che nell'ambito dell'accordo di ristrutturazione possono dunque assumere un ruolo primario, senza doversi preoccupare dell'eventuale dissenso dei piccoli istituti di credito, contrari al percorso di ristrutturazione.

Più nello specifico l'imprenditore può avvalersi di tale accordo individuando una o più categorie tra i creditori finanziari che abbiano fra loro posizione giuridica e interessi economici omogenei e, in deroga agli artt. 1372 e 1411 c.c., può altresì chiedere al tribunale che gli effetti dell'accordo di ristrutturazione del debito raggiunto con almeno il 75% dei creditori finanziari della categoria possano essere estesi anche ai creditori non aderenti appartenenti alla medesima categoria.

Per ottenere tale risultato (l'estensione degli effetti anche ai dissenzienti si produce con l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione), la legge fallimentare richiede che tutti i creditori della categoria siano stati informati dell'avvio delle trattative e siano stati messi in condizione di parteciparvi in buona fede. Inoltre all'esito del giudizio di accertamento giudiziale, che il tribunale è chiamato a svolgere ai fini dell'omologazione, deve risultare che i non aderenti possano essere soddisfatti, in base all'accordo, in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili<sup>233</sup>. Dunque con tale nuovo istituto, ove

---

<sup>233</sup> In relazione al tema delle categorie è stato affermato che l' art. 182-*septies* l. fall., nel prevedere un controllo dei criteri di formazione delle categorie, richiede che le stesse siano omogenee per posizione giuridica e interesse economico, dovendosi intendere per posizione giuridica la tipologia dell' operazione creditizia da cui il debito trae origine e per interesse economico la tipologia della garanzia di soddisfazione per il creditore, con

ricorrano tutti i presupposti stabiliti dall'art. 182-*septies*, l'imprenditore in crisi può estendere gli effetti dell'accordo anche agli istituti di credito minoritari dissenzienti.

Il meccanismo di estensione, però, incontra alcune limitazioni, individuate nel penultimo comma del citato articolo, il quale stabilisce che *<<in nessun caso, per effetto degli accordi e convenzioni di cui ai commi precedenti, ai creditori non aderenti possono essere imposti l'esecuzione di nuove prestazioni, la concessione di affidamenti, il mantenimento della possibilità di utilizzare affidamenti esistenti o l'erogazione di nuovi finanziamenti. Agli effetti del presente articolo non è considerata nuova prestazione la prosecuzione della concessione del godimento di beni oggetto di contratti di locazione finanziaria già stipulati>>*. Pertanto, così come rilevato anche nella relazione illustrativa al disegno di legge di conversione, l'estensione viene subordinata al ricorso di stringenti condizioni, costituite, in particolare, *<<dall'impossibilità di obbligare i non aderenti ad eseguire prestazioni o a subire l'incremento della propria esposizione, anche in conseguenza dell'utilizzo di affidamenti già concessi. In sostanza, la maggioranza degli intermediari finanziari può imporre ai non aderenti solo la ristrutturazione del debito esistente (riscadenziamenti, modifiche ai tassi d'interesse o riduzioni)>>*<sup>234</sup>.

Alla luce di quanto descritto il fenomeno dell'estensione “forzata” degli effetti dell'accordo di ristrutturazione raggiunto con il 75% dei creditori finanziari, disciplinato dall'art. 182-*septies* l. fall., opera solo nelle ipotesi in cui il citato accordo non preveda ulteriori prestazioni in capo ai creditori dissenzienti, né l'incremento coattivo della loro esposizione.

Da ciò ne deriva che, salvo tale limite, il possibile contenuto della rimodulazione negoziale del debito maturato nei confronti del ceto creditorio finanziario è ampio, potendo prevedere diverse forme di ristrutturazione del debito, dallo stralcio, al riscadenziamento, sino anche alla conversione dei crediti in *equity*, *debt* o strumenti finanziari partecipativi, che non rappresentano una “nuova prestazione” vietata, riguardano la gestione di un debito già sorto,

---

la conseguente necessità di tenere conto di eventuali garanzie collaterali detenute da alcuni creditori facenti parte della categoria. In tal senso si veda Trib. Bologna, 17 novembre 2011, in *Fall.*, 2012, 594.

<sup>234</sup> Il riferimento è alla relazione illustrativa del disegno di legge presentato alla Camera il 27 giugno 2015, relativo alla conversione in legge del decreto-legge 27 giugno 2015, n. 83, recante misure urgenti in materia fallimentare, civile e processuale civile e di organizzazione e funzionamento dell'amministrazione giudiziaria, consultabile (insieme a tutti i lavori preparatori, esami in commissione e alle discussioni in assemblea) sul sito della Camera dei Deputati, [www.camera.it](http://www.camera.it)

senza l'imposizione di nuovi obblighi in capo al creditore.

Pertanto, come già accennato, l'istituto di credito non aderente all'accordo di ristrutturazione sarà "costretto" ad accettare il trattamento stabilito dalla maggioranza degli altri creditori finanziari (salvo la facoltà di opporsi *ex art. 182-septies*, co. 6, l. fall.) a condizione, però, che il contenuto si limiti a prevedere un programma di ristrutturazione del debito che non comporti l'obbligo in capo all'istituto dissenziente di rendere prestazioni ulteriori (si pensi, tra le altre, all'erogazione di nuovi finanziamenti, all'apertura di nuovi conti correnti, al rilascio di garanzie *et similia*) o comunque di eseguire operazioni imposte che comportino l'aumento dell'esposizione nei confronti dell'imprenditore in crisi.

Tale limite invalicabile, seppur dettato per lo specifico strumento dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, fornisce spunti interpretativi nella valutazione della liceità dei programmi di ristrutturazione in ambito concordatario, anche alla luce dell'annoso dibattito sull'inquadramento dell'accordo *ex art. 182-bis* l. fall. e più in particolare del filone che interpreta l'accordo riconoscendogli un taglio processual-pubblicistico, inserendolo nel contesto del concordato preventivo e qualificandolo come una sorta di concordato semplificato, natura che, a parere della predetta dottrina, sembrerebbe ulteriormente confermata anche dal nuovo art.182-*septies* l. fall., in virtù della presenza di numerosi elementi in comune con il concordato (l'esistenza di categorie, regola della maggioranza e *cram down*)<sup>235</sup>.

Più in particolare, sebbene secondo la dottrina la *ratio* del divieto di cui all'art. 182-*septies*, co. 7, l. fall. andrebbe individuata principalmente nella necessità di preservare l'autonomia

---

<sup>235</sup> P. VALENSISE, *Osservazioni sull'accordo di ristrutturazione con gli intermediari finanziari ex art. 182-septies* l. fall., cit., 296 ss. Propende, invece, per una lettura c.d. "autonomistica" dell'accordo di ristrutturazione tradizionale di cui all'art. 182-*bis* l. fall., ma anche del nuovo istituto introdotto con l'art. 182-*septies* l. fall., C.L. APPIO, *Prime riflessioni in tema di accordi di ristrutturazione del debito ex art. 182-septies fra ragioni creditorie e principio consensualistico*, cit. Nella giurisprudenza di merito, secondo il Trib. Forlì, 5 maggio 2016, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), l'accordo di ristrutturazione *ex art. 182-septies* l. fall. ha introdotto una particolare fattispecie di accordo di ristrutturazione alla quale si applicano cumulativamente le disposizioni dell'art. 182-*bis* e dell'art. 182-*septies* l. fall. Tale accordo, tuttavia, sottraendosi, in ragione dell'espressa deroga normativa, alla disciplina di cui agli artt. 1372 e 1411 c.c. e all'applicazione dei principi generali in tema di contratti, si connota come un'ulteriore procedura concorsuale di stampo negoziale da affiancarsi ai concordati, dove <<la formazione delle categorie, con la necessità che tutti i creditori in esse ricompresi siano informati dell'avvio delle trattative, siano messi in condizione di parteciparvi in buona fede e raggiungano un consenso del 75%, può essere considerata come una sorta di procedimento di voto in formato minore, nel cui ambito gli incontri per lo svolgimento delle trattative costituiscono una deformalizzata assemblea, mentre la partecipazione agli stessi e l'adesione costituiscono una forma semplificata di suffragio>>.

della banca nello scrutinio del merito creditizio, in virtù della responsabilità alla quale è esposta (considerazione, quest'ultima, che potrebbe ritenersi non insuperabile, qualora si imponesse agli altri istituti di credito favorevoli all'accordo, una analisi sul merito creditizio puntualmente motivata e agganciata a criteri oggettivi, o comunque qualora si sterilizzassero eventuali profili di responsabilità a carico degli istituti dissenzienti, nelle ipotesi in cui l'erogazione del credito fosse stata imposta dalla volontà della maggioranza degli altri istituti nell'ambito di un accordo *ex art. 182-septies* l. fall.), tuttavia, tale divieto impedirebbe, altresì, interferenze indesiderate nella sfera soggettiva del terzo creditore non aderente all'accordo di ristrutturazione<sup>236</sup>.

Più in particolare il limite introdotto con il penultimo comma del citato articolo sembrerebbe voler sancire un divieto di intromissione nell'altrui sfera giuridica, senza il previo consenso del soggetto inciso, qualora ne derivino effetti sfavorevoli. La citata norma, infatti, vieta l'imposizione unilaterale alle banche e agli intermediari finanziari di prestazioni potenzialmente pregiudizievoli (quelle tipiche dell'attività bancaria e finanziaria elencate al comma 7 dell'art. 182-*septies* l. fall.).

Tali prestazioni "vietate", nella parte in cui comportano effetti "coattivi" sfavorevoli sulla sfera giuridica del creditore non aderente (operazioni che aumentano la propria esposizione nei confronti dell'imprenditore in crisi), senza il suo consenso, presenterebbero degli aspetti in comune con le operazioni di conversione dei crediti in *equity*, *debt* o quasi *equity*, con imposizione di obblighi o altre situazioni soggettive passive a carico del creditore dissenziente obbligato alla conversione, poiché in entrambe le ipotesi si produrrebbe una incisione negativa e "forzata" (poiché in assenza di preventivo consenso) sulla posizione giuridica del creditore dissenziente.

Sulla base di tali considerazioni il divieto stabilito nell'ambito dell'accordo *ex art. 182-septies*, co. 7, l. fall., considerato l'elemento in comune rappresentato dalla potenziale incisione "forzata" e pregiudizievole della sfera giuridica dei creditori non consenzienti, fornirebbe un ulteriore spunto di riflessione per ritenere potenzialmente illegittime anche le

---

<sup>236</sup> Si esprime in tal senso S. AMBROSINI, *Non performing loans, Banche e garanzie nelle procedure esecutive e concorsuali*, Atti del Convegno 4/5 novembre 2016, Monza, inediti.



operazioni di *swap* in *equity*, *debt* o quasi *equity*, qualora imponessero la nascita o l'aggravamento di situazioni giuridiche passive a carico dei singoli creditori dissenzienti.



## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Sulla base dell'analisi condotta è possibile effettuare alcune considerazioni conclusive sui limiti e sulle libertà del debitore nella formazione del piano e della proposta concordatari, qualora prevedano operazioni di conversione forzata dei crediti in azioni, obbligazioni, strumenti finanziari e altri titoli di debito.

Come primo aspetto è emerso che la scelta dello strumento per la gestione della crisi dipende da un numero variabile di elementi e situazioni. Il debitore, infatti, dovrebbe analizzare *in primis* lo stato della crisi in cui versa l'impresa, le cause che hanno prodotto il *default* e la situazione del mercato, al fine di verificare l'esistenza di prospettive di recupero aziendale. Solo dopo aver analizzato tali aspetti sarà nella condizione di decidere quale strumento di gestione della crisi adottare, nonché se intraprendere un percorso di carattere liquidatorio o di continuità aziendale.

Inoltre, si è osservato che, tra i vari aspetti, assumono un posto di rilievo le valutazioni di carattere industriale. A tal riguardo si pensi, ad esempio, alla possibilità dell'ingresso di un nuovo *partner* industriale, che garantisca l'apporto di "capitali freschi". In tal caso l'imprenditore in crisi, intenzionato a proseguire l'attività in maniera diretta, qualora l'esposizione debitoria non fosse frammentata, potrebbe valutare anche l'adozione di una misura di carattere negoziale (quale l'accordo di ristrutturazione dei debiti di cui 182-*bis* l fall.), che eviterebbe anche il rischio di subire proposte concorrenti da parte dei creditori ai sensi dell'art 163 l. fall. o l'apertura di procedure competitive ai sensi dell'art.163-*bis* l. fall. Diversamente, nelle ipotesi la massa debitoria fosse polverizzata e diffusa tra un numero elevato di creditori (con i quali risulterebbe quasi impossibile una rinegoziazione condotta su un piano privatistico), oppure nelle ipotesi fosse stata depositata una istanza di fallimento e comunque in tutti i casi in cui risultasse necessario beneficiare degli effetti protettivi garantiti dal concordato (contro le azioni individuali cautelari o esecutive promosse contro il patrimonio dell'impresa) la misura concordataria rappresenterebbe una soluzione efficace. Pertanto, in relazione alla scelta dello strumento più adatto, si è osservato che, il concordato preventivo con conversione dei crediti in azioni o altri titoli, costituirebbe una soluzione idonea qualora il debitore fosse un'azienda in crisi, ma con un *business* che ha prospettive di prosecuzione e recupero.

Inoltre, dall'analisi dei tre casi Parmacotto, Socotherm e I Viaggi del Ventaglio è emerso un filo conduttore. In tutte e tre i concordati preventivi l'operazione di conversione dei crediti (in azioni, obbligazioni o strumenti finanziari) prevedeva l'uscita dei soci dalla compagine azionaria. Tale dato sembrerebbe confermare un certo atteggiamento di diffidenza dei creditori verso proposte concordatarie che impongano sacrifici al ceto creditorio, preservando, tuttavia, la posizione dei soci che hanno condotto la società al dissesto (consentendogli, ad esempio, di conservare posizioni di controllo o cariche gestorie).

In altri termini si è notato che i creditori, soprattutto quelli più esposti in termini di ammontare del credito, sarebbero disposti a credere nella continuità aziendale e nel salvataggio dell'azienda (che altrimenti, in assenza di altri apporti finanziari, sarebbe quasi inevitabilmente destinata a fallire), dunque ad aderire alla proposta di conversione dei propri crediti, solo a condizione che la vecchia compagine sociale venga ridisegnata, mediante l'estromissione dei vecchi soci (oppure riconoscendogli una partecipazione minoritaria e marginale), anche per imprimere un segno di discontinuità aziendale (ad esempio con il cambio del *management*).

Pertanto il *file rouge* individuato nei casi analizzati sembrerebbe sottolineare che, la conversione dei crediti in ambito concordatario e dunque la soddisfazione con modalità diverse dal denaro, considerati i rischi connessi al cambio di *status* imposto ai creditori (che in tal modo assumerebbero il rischio di impresa), in concreto, potrebbe apparire una soluzione conveniente per i creditori, qualora il piano di ristrutturazione preveda il passaggio del controllo della società nelle loro mani.

Dal punto di vista societario, senza pretese di completezza ed esaustività (poichè tematiche aventi carattere generale e ancora oggetto di ampio dibattito, che pertanto non si è potuto approfondire in dettaglio nella presente analisi), si è osservato che numerosi sono gli aspetti societari che assumono rilevanza nelle operazioni di *swap* dei crediti.

A tal riguardo si è accennato alle varie tecniche di ricapitalizzazione della società in crisi, indicando le strade percorribili nell'operazione di *swap*, individuate nell'aumento di capitale a pagamento sottoscritto dai soci, o nell'erogazione di nuovi finanziamenti, entrambe finalizzate a fornire alla società nuovi capitali, mediante un intervento dei soci medesimi o di terzi soggetti, essenziali per garantire la prosecuzione dell'attività aziendale.

In aggiunta è emerso che nelle operazioni di conversione dei crediti il diritto di opzione potrebbe essere sacrificato (in maniera totale o parziale), mediante rinuncia espressa dei soci. A tal riguardo, inoltre, si è rilevato l'esistenza di un orientamento dottrinario secondo il quale, nelle operazioni di *swap* dei crediti in ambito concordatario, il diritto di opzione potrebbe essere anche escluso. Più nello specifico la soppressione avverrebbe ai sensi dell'art. 2441, co. 5, c.c., laddove il patrimonio della società fosse andato completamente perduto. Tale orientamento si fonderebbe sull'assunto che qualora il patrimonio della società fosse pari a zero o negativo, l'interesse del socio verrebbe meno, a causa della perdita totale dell'investimento, pertanto l'esclusione del diritto di opzione dei soci attuali sarebbe giustificata dal preminente interesse sociale alla salvataggio della società. In entrambe le ipotesi il sacrificio del diritto di opzione rappresenterebbe una sorta di pre-condizione imposta dai creditori, al fine di ottenere l'estromissione dei soci esistenti, o quantomeno la riduzione della loro partecipazione ad una quota di minoranza, per garantire ai creditori di controllare la società.

A tal riguardo si è inoltre notato che, in linea con quanto osservato in relazione alle tecniche di ricapitalizzazione, ove compatibile con gli interessi dei creditori convertendi (che, come detto, potrebbero manifestare delle resistenze ad entrare nella compagine sociale con i soci che hanno causato il dissesto), il piano concordatario potrebbe permettere anche ai soci esistenti di partecipare al processo di risanamento della società, mediante l'apporto di capitali, poiché non assumerebbe rilievo, ai fini della ricapitalizzazione e della ristrutturazione, l'aspetto soggettivo, poiché ciò che conta è l'apporto di nuove risorse finanziarie.

Altra questione dibattuta è quella connessa alla difficile valutazione del credito e in particolare del suo valore effettivo, poiché, qualora vantato nei confronti di una società in crisi, potrebbe avere basse possibilità di essere realizzato al valore nominale. Tuttavia, come analizzato, la valutazione dovrebbe basarsi sulle capacità della società in concordato di rimborsarlo, in virtù del valore del suo patrimonio (ipotesi liquidatoria), oppure anche sulla base degli aggiuntivi flussi positivi derivanti dalla prosecuzione dell'attività aziendale (ipotesi di continuità). Più nello specifico, considerato che le azioni o le quote attribuiscono utilità in maniera indiretta, ossia tramite l'esercizio dei diritti in esse incorporati (il soggetto

titolare delle azioni o delle quote riceverebbe utilità a seguito dell'esercizio di tali diritti, tra i quali, il diritto di vendere la propria partecipazione o di liquidarla e ricavarne il corrispettivo, di percepire gli eventuali utili *et similia*) il valore del credito dipenderebbe dal ricavo economico che potrebbe essere ottenuto attraverso l'esercizio dei diritti incorporati nel titolo offerto in conversione. Pertanto il credito andrebbe valorizzato tenendo conto delle utilità incorporate nelle azioni o nelle quote oggetto di *swap*, ossia valutando i possibili vantaggi economici, attuali o futuri, connessi ai diritti patrimoniali e amministrativi (tra i quali il premio di maggioranza, il diritto agli utili stimati nel piano, il diritto al corrispettivo in caso di cessione a terzi).

Inoltre anche dal punto di vista contabile sono stati sollevati diversi dubbi, in relazione al criterio più corretto da utilizzare ai fini della contabilizzazione, potendosi adottare il *fair value* del titolo proposto in conversione, oppure il *fair value* della passività finanziaria estinta (quest'ultimo, a parere della dottrina, da preferirsi nelle operazioni di ristrutturazione, nelle ipotesi in cui non fosse possibile individuare con certezza il valore dello strumento finanziario emesso a fronte dello *swap* del credito). A tal proposito, inoltre, si è rilevato l'esistenza di ulteriori dubbi interpretativi in relazione al momento in cui andrebbe effettuata tale valutazione, a fronte della doppia alternativa tra la data di emissione degli strumenti e quella successiva al risanamento. Si è osservato, inoltre, che la valutazione del credito assume importanza anche ai fini societari, in relazione alla possibile violazione dell'art. 2346 c.c., qualora il valore reale fosse inferiore al valore nominale. A tal riguardo l'orientamento interpretativo rimane variegato, sebbene la dottrina sembrerebbe considerare tali aspetti non ostativi alla realizzazione delle operazioni di *equity*, *debt* o *quasi equity swap*.

Diversamente, con riferimento al quesito sull'ammissibilità dello *swap* anche per i crediti privilegiati, si è rilevato che l'operazione sarebbe ammissibile solo per la parte di privilegio con diritto di voto, ossia per quella oggetto di degrado al chirografo, sulla base della relazione dell'esperto di cui all'art. 160, co. 2, l. fall.

In relazione, invece, alla definizione dei contenuti della proposta, in un'ottica concordataria, si è osservato che sia il dato letterale dell'art. 160, co.1, lett. c), l. fall., sia l'assenza di specifici criteri positivizzati (ma anche l'orientamento espresso dalla dottrina e dalla giurisprudenza) confermerebbero che la suddivisione in classi dei creditori debba ritenersi

una mera facoltà riconosciuta al debitore e non un obbligo. Tuttavia nelle ipotesi di *equity, debt* o *quasi equity swap* la formazione delle classi risponderebbe alle istanze di tutela invocate dalla giurisprudenza, poiché il raggruppamento in categorie omogenee non solo avrebbe la finalità di evitare la commistione di interessi disomogenei (come, ad esempio, quelli degli erogatori del credito con quelli di altri fornitori di beni o servizi), ma inoltre consentirebbe ai creditori di orientare il proprio consenso in maniera libera e informata. Tale approccio interpretativo troverebbe anche conferma nel disegno di legge n. 3671, nel quale si prevede, con evidenti finalità di tutela dei creditori, di introdurre la suddivisione obbligatoria dei creditori

In aggiunta si è rilevato che sebbene con il classamento dei creditori si potrebbe derogare al principio della *par conditio creditorum* (fatta salva la parità di trattamento tra creditori appartenenti alla medesima classe), prevedendo trattamenti differenziati tra i diversi creditori, tuttavia rimarrebbe fermo l'obbligo di rispettare l'ordine della causa legittime di prelazione. A tal riguardo si è osservato che tale regola andrebbe interpretata secondo l'orientamento meno restrittivo, poiché la tesi più rigorosa -ossia l'impossibilità di procedere a pagamenti, anche parziali, in favore di creditori di rango inferiore, qualora non si fosse provveduto all'integrale soddisfazione del creditore di grado precedente- in concreto potrebbe rappresentare un ostacolo all'utilizzo del concordato preventivo, in virtù della situazione di crisi in cui versano le società che ricorrono a tale strumento. Pertanto tale divieto andrebbe interpretato come obbligo imposto al debitore di soddisfare in misura migliore il titolare di un credito di rango superiore rispetto al creditore collocato in un rango successivo. Pertanto nel concordato preventivo con conversione dei crediti in azioni o quote, si dovrebbe tener conto dell'effettivo valore economico della partecipazione sociale attribuita, che potrebbe avere un valore superiore nel complesso, rispetto al valore dei singoli titoli considerati individualmente (si pensi al valore della partecipazione di controllo, che incorporerebbe un valore complessivo maggiore a quello nominale in virtù del c.d. premio di maggioranza).

Sempre in un'ottica concordataria, sono state rilevate anche le difficoltà che il tribunale dovrebbe affrontare in caso di opposizione dei creditori dissenzienti ai sensi dell'art. 180, co. 4, l. fall.. A tal riguardo si è detto che la valutazione comparatistica tra la soluzione

concordataria proposta (conversione dei crediti in azioni o altri titoli) e le alternative concretamente praticabili (fallimento) presenterebbe diversi profili di criticità. Più nello specifico, se da un canto la valutazione dello scenario liquidatorio fallimentare non presenterebbe grandi o insuperabili difficoltà, basandosi sostanzialmente sul valore del patrimonio (venduto atomisticamente, in blocco oppure combinando le due modalità), nonché sulle possibili somme rivenienti dall'eventuali azioni revocatorie e risarcitorie (sebbene si tratterebbe di iniziative i cui esiti e tempi di conclusione sarebbero di incerta previsione), d'altro canto la valutazione dell'operazione di conversione dei crediti porrebbe delle problematiche ben maggiori, dovendosi incentrare sul possibile valore del titolo proposto in conversione (con il dubbio, come già detto in precedenza, relativo al momento da prendere in considerazione ai fini della valutazione). Sul punto si è osservato, che, in assenza di criteri predeterminati, il giudizio potrebbe risolversi in una valutazione discrezionale, presumibilmente incentrato sulle stime contenute nel piano industriale predisposto dal debitore e comunque sui dati e sulle informazioni emerse nell'ambito della procedura (il riferimento è a tutti i documenti prodotti durante il procedimento e soprattutto ai pareri e alle relazioni redatti dal commissario giudiziale).

In altri termini il tribunale si troverebbe a comparare un valore certo o quantomeno più oggettivo (quello relativo allo scenario fallimentare) con un valore basato sul piano industriale e concordatario predisposto dal debitore, nonché sugli ulteriori documenti prodotti nel corso della procedura, tutti, però, relativi a proiezioni future, dunque caratterizzate da maggiore incertezza e aleatorietà.

Dall'analisi effettuata, inoltre, è emerso in maniera evidente che, la conversione dei crediti *equity, debt* o *quasi debt* rappresenta una soluzione che può essere efficacemente adottata solo nei concordati con continuità aziendale, alla luce delle potenziali prospettive di risanamento.

Ulteriormente si è osservato che, sebbene sia il diritto societario, sia il diritto della crisi di impresa siano orientati a riconoscere la prevalenza dell'interesse dell'impresa su quello dei soci, con progressivo superamento della tesi dell'intangibilità delle posizioni soggettive riconosciute dal contratto, tuttavia permangono alcune situazioni che impongono l'adozione di presidi di tutela assoluta del singolo e in particolare dei creditori.



Più nello specifico si è osservato che, in assenza di consenso espresso, la conversione forzosa dei crediti in azioni, obbligazioni, strumenti finanziari o altri titoli di debito sarebbe consentita solo nelle ipotesi in cui tali titoli non comportino l'assunzione di situazioni giuridiche passive pregiudizievoli per i creditori. Tale specifica ipotesi di conversione, infatti, non solo si scontra con i generali principi posti dal sistema, a protezione della sfera giuridica altrui (finalizzati a vietare le ingerenze forzose e pregiudizievoli da parte di terzi), ma, come detto, pone anche insormontabili problematiche valutative in un eventuale giudizio di opposizione *ex art 180, co. 4, l. fall.*, poiché il tribunale sarebbe chiamato a valutare non solo il valore dei titoli, ma anche il connesso disvalore, derivante dagli obblighi, *patti* e situazioni giuridiche soggettive passive pregiudizievoli incorporate ad essi.

Tutto ciò, tuttavia, non esclude, in maniera assoluta, la possibilità di prevedere nel piano e nella proposta concordatari uno *swap* dei crediti anche in titoli che impongano l'assunzione di posizioni passive. Come si è descritto l'illiceità di tali titoli si configurerebbe laddove vi fosse un'imposizione forzata, senza il consenso del soggetto destinatario di tali effetti sfavorevoli. Dunque il debitore, proprio attraverso il concordato preventivo, potrebbe ottenere l'assenso dei creditori incisi, ossia il loro voto positivo.

Su un piano concreto, tuttavia, la costruzione del programma di ristrutturazione che preveda una proposta di *swap* del credito in titoli con effetti potenzialmente sfavorevoli, dunque connotato da un elevato rischio di non essere votato favorevolmente dai creditori, suggerirebbe un preventivo sforzo del debitore sul piano stragiudiziale. In altri termini quest'ultimo, nella fase preparatoria del concordato, potrebbe raccogliere (o quantomeno sondare) l'assenso di tutti i creditori che verrebbero "incisi", per verificare in concreto la fattibilità di una proposta dai contenuti potenzialmente pregiudizievoli per i creditori.

Tuttavia, nella fase preliminare o in quella concordataria, alcuni creditori potrebbero negare il proprio consenso.

A tal riguardo si è avuto modo di rilevare che, qualora la conversione imponga anche l'assunzione di situazioni passive, i creditori di minoranza sarebbero titolari di una situazione giuridica intangibile dalla maggioranza. Pertanto, nelle ipotesi in cui solo una parte dei creditori fosse consenziente ad approvare il piano che preveda la conversione dei crediti in azioni o altri strumenti finanziari, con imposizione di situazioni giuridiche soggettive

passive, la minoranza dissenziente, salvo il ricorrere dei requisiti per l'impugnazione (20% del crediti ammessi al voto in assenza di classazione o anche un solo creditore della classe dissenziente in caso di formazione delle classi), potrebbe opporsi ai sensi dell'art. 180, co. 4, l. fall. Tuttavia gli scenari prospettabili in concreto sarebbero variegati.

Per tali motivi, appare utile effettuare una sintesi sulla liceità o meno dello *swap* dei crediti in titoli che impongano l'assunzione forzata di situazioni passive, per poi sintetizzare i possibili scenari verificabili in tali operazioni.

In conclusione, alla luce del principio di intangibilità della sfera giuridica altrui, è possibile sostenere che qualora la proposta concordataria preveda la conversione dei crediti in titoli che impongono l'assunzione di posizioni giuridiche soggettive passive, in mancanza del preventivo assenso espresso del soggetto inciso, tale operazione dovrebbe ritenersi illecita. Diversamente le conversioni con mera trasformazione dello *status* di creditore in socio, obbligazionista o titolare di altri strumenti finanziari, senza l'imposizione di situazioni pregiudizievoli sarebbero considerate lecite.

Come detto tali considerazioni potrebbero tradursi in diverse soluzioni operative. Il piano concordatario, infatti, salvo il rispetto della disciplina societaria, potrebbe prevedere:

- i) la conversione forzata dei crediti in azioni o altri titoli che non impongano a carico dei creditori l'assunzione di situazioni soggettive passive sfavorevoli (lecita);
- ii) la conversione forzata dei crediti in azioni o altri titoli che impongano a carico dei creditori l'assunzione di situazioni soggettive passive sfavorevoli (problematica). Più nello specifico tale soluzione seppur configurabile in astratto, aprirebbe a criticità sul piano concreto. Poiché se da un canto l'approvazione espressa dei creditori sulla proposta concordataria varrebbe come assenso individuale, d'altro canto, nell'ambito dell'opposizione ai sensi dell'articolo 180, co. 4, l. fall, l'effetto di trascinamento della decisione della maggioranza nei confronti dei dissenzienti dovrebbe ritenersi illecito, poiché si imporrebbero, in maniera forzata, dunque in assenza di consenso, in capo a chi ha votato negativamente, situazioni passive pregiudizievoli. Tale operazione, inoltre, presenterebbe ulteriori profili di criticità, nelle ipotesi in cui i creditori dissenzienti non raggiungano le percentuali previste dalla legge per l'impugnazione, ossia non rappresentino il 20% dei crediti ammessi al voto (in assenza di classamento). In tal caso

non solo la decisione della maggioranza inciderebbe sui diritti dei creditori non assenzienti, ma quest'ultimi sarebbero anche privi della facoltà di presentare opposizione contro tale operazione. Come correttivo della limitazione del diritto di impugnativa, ai creditori andrebbero comunque riconosciuti i rimedi di diritto comune, ossia la possibilità di chiedere la dichiarazione di illiceità dell'operazione, poiché contraria al generale principio di intangibilità della sfera giuridica altrui. Tali possibili scenari problematici, comunque, creerebbero una situazione di instabilità che potrebbe anche ripercuotersi sulla fattibilità del piano, facendo venire meno i presupposti per l'attestazione.

Tuttavia, per gestire tali criticità, sul piano negoziale, si potrebbe ipotizzare di inserire nel piano concordatario delle *sensitivity*, prevedendo dei fondi rischi, che coprano le eventuali esigenze finanziarie derivanti dalle opposizioni. Tuttavia tale soluzione, potrebbe risultare concretamente percorribile, solo nelle ipotesi in cui alla data di redazione del piano la società conoscesse il presumibile ammontare del debito dei dissenzienti, ossia chi, tra i creditori, non approverebbe la proposta di conversione così come modellata dalla società;

iii) ipotizzando, invece, una proposta di conversione facoltativa (ipotesi, quest'ultima, non espressamente affrontata nella presente analisi), con o senza l'imposizione di situazioni soggettive passive a carico dei creditori (in tale ultimo caso, però, emergerebbero le stesse problematiche e criticità descritte al punto precedente), il piano concordatario, ai fini del giudizio di fattibilità, dovrebbe prevedere una modalità di soddisfacimento diversa dallo *swap*, qualora il creditore decidesse di non esercitare il diritto di convertire i propri crediti con i titoli proposti in conversione, che presumibilmente andrebbe individuata nel pagamento in denaro, senza, però, escludere la possibilità dell'assegnazione di beni, accollo o altre modalità alternative (lecita, ma complessa). Tale soluzione seppure appare configurabile, in concreto aumenterebbe la complessità del piano concordatario, dovendosi prevedere diverse modalità di soddisfazione. In altri termini la società oltre alla proposta di *swap* dei crediti dovrebbe proporre, in via subordinata, nell'ipotesi di mancato esercizio del diritto alla conversione, una diversa modalità di soddisfazione, che concretamente potrebbe mancare (si pensi ai casi di impossibilità ad offrire il pagamento in denaro, per illiquidità della società).

Sulla scorta di tali conclusioni è possibile affermare che, seppure l'azione riformatrice del legislatore abbia ampliato gli spazi concessi all'autonomia privata sia nel diritto societario, consentendo ampia libertà nella creazione degli strumenti finanziari, sia nel diritto della crisi di impresa, introducendo forme di soddisfazione concordataria alternative alle ordinarie modalità di estinzione dei debiti, mediante il pagamento in denaro, permangono dei limiti alla libertà del debitore, quali presidi di tutela a beneficio dei singoli e in particolare dei creditori nelle procedure concordatarie con conversione dei crediti in azioni, obbligazioni, strumenti finanziari e titoli di debito, sebbene, ancora, non siano stati espressamente codificati.

## BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA P. – PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, 735;
- ACCORNERO A.- ROBBIANO C., *Strategie societarie per la ristrutturazione del debito bancario*, in *Società*, 2011, 916 ss;
- AMBROSINI S., *Appunti in tema di concordato con continuità aziendale*, in *www.ilcaso.it*, 2013;
- AMBROSINI S., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in COTTINO G. (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, XI, Padova, 2008;
- AMBROSINI S., *Il piano di concordato e l'eventuale suddivisione dei creditori in classi*, in AMBROSINI S.-DE MARCHI P.G.- VITIELLO M., *Il concordato preventivo*, Bologna, 2009;
- AMATORE R., *Concordato con continuità*, in AMATORE-JEANTET, *Il nuovo concordato preventivo*, Milano, 2013;
- ANGELICI C., *Appunti sull'art. 2346 c.c., con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 175 ss.;
- APPIO C.L., *Prime riflessioni in tema di accordi di ristrutturazione del debito ex art. 182-septies fra ragioni creditorie e principio consensualistico*, in *www.ilcaso.it*, 2015;
- ARATO M., *Il concordato con continuità aziendale*, in *www.ilFallimentarista.it*, 2012;
- ARATO M., *Il concordato preventivo con continuazione dell'attività d'impresa*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, BONELLI F. (a cura di), 2011, Milano, 137 e ss;
- ASTONE A., *Contratto negozio regolamento: contributo allo studio del negozio unilaterale*, Milano, 2009, 247;
- ATLANTE N., *Compensazione del credito del socio con il debito da sottoscrizione*, in *Notariato*, 1995, 46;
- AUDINO A., *Commento sub. Art. 160 l. fall.*, Commentario breve alla legge fallimentare, MAFFEI ALBERTI A. (diretto da), Padova, 2013, 1050 ss.;
- AZZARO A.M., *Concordato preventivo ed autonomia privata*, in *Fall.*, 2007, 1267;

BALDASSARRE P.- PERENO M., *Prime riflessioni in tema di concordato preventivo in continuità aziendale*, in *www.ilFallimentarista.it*, 2012;

BARTOLACELLI A., *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012;

BASSI A., *Il concordato preventivo tra cessio bonorum e datio in solutum. Il caso "S. Raffaele"*, in *Giur. Comm.*, 6, 2016, 837;

BASTIA P.- BROGI R., *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Milano, 2016, 288, che a sua volta richiama ABRIANI N., *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Trattato di diritto commerciale*, COTTINO G. (diretto da), Padova, IV, 2010, 246;

BELLE' R., *Disciplina transitoria*, in M. FERRO (a cura di), *La legge fallimentare*, Padova, 2011;

BERSANI G., *I requisiti di ammissione al nuovo concordato preventivo nella giurisprudenza*, in *www.ilcaso.it*, 2010;

BERTACCHINI E., *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 183 ss.

BIANCA M.C., *Il contratto*, in *Diritto Civile*, Milano, 2000, 3, 565;

BIANCO C.B., *Brevi riflessioni economiche sul concordato preventivo in continuità*, in *www.ilFallimentarista.it*, 2012;

BONELLI F., *Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, F. BONELLI (a cura di), 2011, 17 ss.;

BONFATTI S. - CENSONI P.F., *La riforma della disciplina dell'azione revocatoria fallimentare del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione*, Padova, 2006, 176;

BONFATTI S. - CENSONI P.F., *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011;

BONSIGNORI R., *Abuso del diritto nel concordato preventivo con "riserva"*, in *Giur. comm.*, 2014, 3, 474 ss.;

BORTOLIN M.G., *L'apertura della procedura di amministrazione straordinaria: i requisiti sostanziali*, in *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza dopo il d.lgs. 12.9.2007, n. 169*, COSTA C. (a cura di), Torino, 2008, 178;

BOTTAI L.A., *Opposizione all'omologa, indipendenza dell'attestatore, trattamento delle classi e giudizio di cram down*, in *www.ilfallimentarista.it*;

BOZZA G., *Le condizioni soggettive ed oggettive del nuovo concordato*, in *Fall.*, 2005, 954;

BOZZA G., *La proposta di concordato preventivo, la formazione delle classi e le maggioranze richieste dalla nuova disciplina*, in *Fall.*, 2005, 1208;

BOZZA G., *Una lettura controcorrente dell'art. 186-bis, comma secondo, lett. c) della legge fallimentare*, in *www.ilcaso.it*, 2014;

BRUGGER G., *Sub art. 160- Profili aziendali*, in JORIO A. (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare*, II, Bologna, 2007, 2309 ss.;

BRUNO F. - CASTAGNA P., *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito del restructuring in Italia, germania e UK*, in *Società*, 2015, 3, 277;

BUSANI A. - SAGLIOCCA M., *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le Società*, 2011, 8, 925;

BUSANI A., *Massimario delle operazioni societarie*, Milano, 2016, 724 e ss.;

CAGNASSO O., *Le modifiche statutarie e il diritto di recesso*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), Padova, 2010, 987;

CAGNASSO O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, COTTINO G. (diretto da), V, Padova, 2007, 339;

CAMPOBASSO M., *Manuale di Diritto commerciale*, Torino, 2011, 348;

CANALE G., *Il concordato preventivo a cinque anni dalla riforma*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 372;

CASELLI G., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. Comm.*, 1980, I, 682;

FABIANI M., *La questione "fattibilità" del concordato preventivo e la lettura delle Sezioni Unite*, in *Fallimento* 2013, 149;

CASTELLI C., MICUCCI G., RODANO G., ROMANO G., *Il concordato preventivo in Italia: una valutazione delle riforme e del suo utilizzo*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers), in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), 2016, 31, 21;

CATALLOZZI P., *Il "classamento" obbligatorio nei concordati*, in *Fall.*, 2010, 775;

CAVALLI G., *La dichiarazione di fallimento: presupposti e procedimento*, in *La riforma della legge fallimentare- Profili della nuova disciplina*, S. AMBROSINI (a cura di), Bologna, 2006, 32;

CECCHINI P.G., *Il miglior soddisfacimento dei creditori nel concordato con continuità aziendale*, in [www.ilFallimentarista.it](http://www.ilFallimentarista.it), 2014;

CENSONI P.F., *Il concordato preventivo e la prospettiva della ricollocazione del patrimonio dell'impresa in crisi*, in *Dir. fall.*, 2008, I, 864;

CENSONI P.F., *Il "nuovo" concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 735;

CENSONI P.F., *Ruolo e responsabilità del commissario giudiziale del concordato preventivo dopo le recenti modifiche della legge fallimentare e nella prospettiva della futura riforma*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it);

CENSONI P.F., *Sull'ammissibilità di classi con unico creditore nel concordato fallimentare e preventivo*, in *Fall.*, 2010, 326;

CERRATO S.A., *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, M. SARALE (diretta da) Bologna, 2008, 855;

CIAN M., *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, 2006;

CORDOPATRI F., *Il processo di concordato preventivo*, in *Riv. dir. proc.*, 2014, 355 ss.;

CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 415;

CORVINO G. - JEANTET L., *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it).

COSTA C., *Conversione di azioni privilegiate a voto limitato in ordinarie: assemblee speciali, poteri e limiti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1983, II, 478;

COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in ABBADESSA P. – PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, 733;



CORVINO G. -JEANTET L., *Conversione di crediti in equity, risoluzione e obbligazione pecuniaria nel fallimento*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it);

D'ATTORRE G., *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Rivista delle società*, 2011, n. 5, 852 ss.;

D'ATTORRE G., *Le proposte ostili*, in *La nuova mini-riforma della legge fallimentare*, SANDULLI M. – D'ATTORRE G. (a cura di), Torino, 2016, 117 ss;

DALMARTELLO A., *Pareri pro veritate*, in *Giur. Comm.*, 1979, I, 369;

DE CICCO O., *Le classi di creditori nel concordato preventivo*, Napoli, 2007;

DE MARCHI P.G., *Il concordato preventivo alla luce del "decreto correttivo"*, in FABIANI M., *Diritto fallimentare*, Bologna, 2011;

DE MARCHI G.- SANTUS A.- STUCCHI L., *Aumento di capitale mediante nuovi conferimenti*, in *Società a responsabilità limitata. Commentario alla riforma delle società*, BIANCHI L.A. (a cura di), Milano, 2008, 1209;

DE SIMONE L., *La suddivisione dei creditori in classi*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it);

DE SIMONE L., *Formazione delle classi dei creditori e controllo giudiziale*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it);

DI CECCO G., *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012, 35 ss;

DI CECCO G., *Le offerte concorrenti e le cessioni*, in *La nuova mini-riforma della legge fallimentare*, M. SANDULLI – G. D'ATTORRE (a cura di), Torino, 2016, 153 ss;

DI MARZIO F., *Autonomia negoziale e nuove regole sulla crisi e sull'insolvenza dell'impresa*, in VIETTI M. - MAROTTA F.- DI MARZIO F. (a cura di), *Riforma fallimentare. Lavori Preparatori*, Torino, 2007, 18 ss.;

DI MARZIO F., *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Milano, 2011, 230, e BOZZA G., *Concordato preventivo e classi*, in *Fall.*, 2009, 423;

DI MARZIO F., *Le soluzioni concordate della crisi d'impresa*, in *Le nuove procedure concorsuali*, S. AMBROSINI (a cura di), Bologna, 2008, 482 e ss.;

DIMUNDO A., *La sospensione dell'obbligo di riduzione del capitale sociale per perdite nelle procedure alternative al fallimento*, in *Fallimento*, 2013, 1157 ss.;

DI SABATO F., *L'estinzione per compensazione del debito di conferimento*, in *Contratto e impresa*, 1995, 654 ss;

F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1955, 368 ss.;

ESPOSITO C., *Il piano del concordato preventivo tra autonomia privata e limiti legali*, in *Le nuove procedure concorsuali*, AMBROSINI S. (a cura di), Bologna, 2008, 543 ss.;

FABIANI M., *La questione "fattibilità" del concordato preventivo e la lettura delle Sezioni Unite*;

FABIANI M., *Diritto fallimentare*, Bologna, 2011;

FAUCEGLIA-PANZANI G. (diretto da), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, 3, Torino, 2009;

FERRI C., *Classi di creditori e poteri del giudice nel giudizio di omologazione del nuovo concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 2006, 553 ss.;

FERRI G. jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI (a cura di), Milano, 2004, 90;

FERRI G., *Le società*, in *Trattato Vassalli*, Torino, 1987, 928;

FERRO M., *Sub. Art. 160*, in *La legge fallimentare. Commentario Teorico-pratico*, Milano, 2014, 2073;

FERRO M., *Sub artt. 160 e 161*, in FERRO M. (a cura di), *La legge fallimentare*, Padova, 2014, 2078;

FIMMANO' F., *L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, 77 e ss.;

FRASCAROLI SANTI E., *Il concordato preventivo*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza. Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, CENDON P. (a cura di), Torino, 2014, 515 e ss.;

FRASCAROLI SANTI E., *Il concordato preventivo*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, PANZANI (diretto da), IV, Milanofiori Assago, 2014, 571;

GALANTI L., *Misure urgenti in tema di concordato preventivo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 3, 2016, 969;

GALLETTI, *Commento all'art. 160 l. fall.*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, A. JORIO- M. FABIANI (a cura di), II, Bologna, 2006, 2269 ss.;

GALLETTI D., *L'insorgere della crisi e il dover essere nel diritto societario: obblighi di comportamento degli organi sociali in caso di insolvenza*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it);

GALLETTI D., *Sub art. 160*, in JORIO A. (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare*, II, Bologna, 2007, 2268;

GALLETTI D., *Sub art. 2481-bis*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, BENAZZO P. (diretto da), Torino, 2006, 483;

GAMBINO A., *Pareri pro veritate*, in *Giur. Comm.*, 1979, I, 378;

GAMBINO- SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, II, Torino, 2013, 294 ss.;

GIANNELLI G., *Le operazioni sul capitale*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata - Le decisioni dei soci. Le modificazioni dell'atto costitutivo*, IBBA C.-MARASA' G. (diretto da), IV, Padova, 2009, 310;

GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, 2007, 816 ss;

GENTILI A., *L'abuso del diritto come argomento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, 297 ss;

GIORGIANNI V.; *L'abuso del diritto nella teoria della norma giuridica*, Milano, 1963;

GIORGIETTI M.C., *Critica alla legge fallimentare riformata: la legittimazione dei terzi a proporre la domanda di concordato preventivo quale ipotesi di soluzione alternativa*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 2012;

GRECO I., *La soddisfazione dei creditori attraverso l'attribuzione di azioni, quote e obbligazioni*, in GHIA L.- PICCININI C.-SEVERINI F. (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, Torino, 4, 2011, 316 ss;

GRIFFEY M., *La disciplina del concordato preventivo e le soluzioni della giurisprudenza*, in S. Ambrosini (a cura di), *Le nuove procedure concorsuali*, Bologna, 2008;

GROSSI M.R., *La riforma della legge fallimentare*, Milano, 2005, 142 ss.;

GUERRERA F.-MALTONI M., *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»*, in *Riv. soc.*, 2008, 19 ss.;

GUGLIELMUCCI L., *Diritto fallimentare*, Torino, 2007;

JACHIA G., *Il concordato preventivo e la sua proposta*, in FAUCEGLIA G.-PANZANI L. (diretto da), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, 3, Torino, 2009;

JACHIA G., *Il concordato preventivo e la sua proposta*, in JORIO A., *Sub art. 160 l. fall.*, in NIGRO A.-SANDULLI M.-SANTORO V. (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, III, Torino, 2010;

JACHIA G., *L'impresa in crisi nel mercato e nel concordato preventivo*, in *www.csm.it*, 2006,10;

JAGER P.G., *L'interesse sociale*, Milano, 1963 81 ss.;

JAGER P.J., *Pareri pro veritate*, in *Giur. Comm.*, 1979, I, 81;

JORIO A., *La parabola del concordato preventivo: dieci anni di riforme e controriforme*, in *Giur. comm.*, 1, 2016, 15 ss.;

JORIO A., *Le crisi d'impresa*, in *Trattato di Diritto Privato*, G. IUDICA e P. ZATTI (a cura di), Milano, 2000, 716 ss.;

JORIO A., *Sub art. 160 l. fall.*, in NIGRO A.-SANDULLI M.-SANTORO V. (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, III, Torino, 2010;

LAMANNA F., *Debiti di conferimento del socio e compensazione*, in *Fall.*, 1995, 598 ss.;

LEOCATA G., *La compensazione del debito da conferimento e l'art. 56 L.F.*, in *Notariato*, 2011, 516 ss.;

LICCARDO P., *Sub artt. 161, 162, 163 l. fall.*, in NIGRO A.- SANDULLI M.-SANTORO V. (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, III, Torino, 2010, 2082;

LO CASCIO G., *Classi di creditori e principio di maggioranza nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2010, 385;

LO CASCIO G., *Concordato preventivo: natura giuridica e fasi giurisprudenziali alterne*, in *Fall.*, 5, 2013, 525 ss.;

LO CASCIO G., *Il concordato preventivo*, Milano, 2011;

LO CASCIO G., *Il punto sul concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2014, 7;

LO CASCIO G., *Percorsi virtuosi ed abusi nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2012, 8, 891 ss.;

MALTONI M., *Compensazione del credito del socio verso la società con il debito sorto a suo carico a seguito della sottoscrizione del capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 1994, II, 205 ss.;

MANDRIOLI L., *Il piano di ristrutturazione nel concordato preventivo (la ricostruzione giuridico-aziendalistica)*, in FERRO M. (a cura di), *La legge fallimentare*, Padova, 2011;

MARCHETTI P., *Sulla legittimità della reintegrazione del capitale azzerato con esclusione del diritto d'opzione deliberato a maggioranza e non con il voto unanime di tutti i soci*, in corso di pubblicazione;

MAROTTA F., *Gli strumenti di gestione e le scelte strategiche*, in VIETTI M.- MAROTTA F.- DI MARZIO F. (a cura di), *The italian change for restructuring. Un diritto per le imprese in crisi*, Milano, 2014, 237;

MICCIO F., *Appunti in tema di poteri del Tribunale nelle fasi di ammissione e di omologazione del Concordato preventivo*, in DI MARZIO F. (a cura di), *Il nuovo diritto delle crisi di impresa e del fallimento*, Torino, 2006;

MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960;

MINUTOLI G., *Il controllo giudiziale sul mancato o insufficiente "classamento" dei creditori: il punto nelle prassi e in dottrina*, in *Fall.*, 2010, 43;

MINUTOLI G., *L'autonomia privata nella crisi d'impresa tra giustizia e controllo di merito (o di meritevolezza)*, in *Fall.*, 2008;

MONTAGNANI C., *Disciplina della riduzione del capitale: impresa o legislatore in crisi?*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 754 ss;

MONTALENTI P., *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 820 ss;

NARDECCHIA G.B., *Gli effetti del concordato preventivo sui creditori*, Milano, 2011, 35;

NARDECCHIA G.B., *Le classi e la tutela dei creditori nel concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 80;

NARDECCHIA G.B. – RANALLI R., *Art. 186-bis*, in LO CASCIO (diretto da), *Codice commentato del fallimento*, Milano, 2014;

NIGRO A., *Gli accordi di ristrutturazione con "intermediari finanziari" e le convenzioni di moratoria*, in [www.rivistaodc.eu](http://www.rivistaodc.eu), 2015;

NIGRO A. – VATTERMOLI D., *Art. 186-bis. Concordato con continuità aziendale* in NIGRO-SANDULLI-SANTORO (a cura di), *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Torino, 2014;

NIGRO A., VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali*, Bologna, 2012, 348;

NIGRO F.- SCARANI L.- BONISSONI A., *Ristrutturazione del debito con conversione delle passività in "equity"*, in *Diritto e Pratica delle Società*, 2009, 4, 21 ss;

NISVOCCIA N., *Il nuovo art. 182 septies l. fall.: quando e fin dove la legge può derogare a se stessa?*, in *Fall.*, 2015, 1181;

NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confine delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 542 ss;

NOTARI M., *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, commento all'art. 2481-bis, in *Commentario S.r.l. dedicato a PORTALE G.B., DOLMETTA A.A.- PRESTI G.* (a cura di), 2011, 921 ss;

NOTARI- A. GIANNELLI G., sub art. 2346, 6° comma, in *Commentario alla riforma delle società*, P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI (diretto da), Milano, I, 1999, 1100 ss

RACUGNO G., *Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2003, 824;

PACCHI G., *Il concordato preventivo*, in BERTACCHINI E.-GUALANDI L. - PACCHI S., *Amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, in [www.treccani.it](http://www.treccani.it);

PACCHI S., *Il nuovo concordato preventivo*, Milano, 2005, 16 ss;

PACCHI S.-PACCHI G.-SCARSELLI G., *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2011;

PACCHI S. - D'ORAZIO L.- COPPOLA A., *Il concordato preventivo*, in DIDONE A. (a cura di), *Le riforme della legge fallimentare*, Milano, 2009;

PAJARDI P.- PALUCHOWSKY A., *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008, 811;

PALUCHOWSKY A., *I poteri del Tribunale in sede di ammissione e nel corso della procedura di concordato preventivo con particolare riferimento alle ipotesi di conversione della procedura in fallimento*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 589;

PANZANI L., *Il decreto correttivo nella riforma delle procedure concorsuali*, in [www.ipsoa.it/fallimentoonline.it](http://www.ipsoa.it/fallimentoonline.it), 2007;

PASTORE M.P.- JEANTET L.- BASSO L.- VAROLI A., *La ristrutturazione*, in *Linee guida e strumenti di composizione della crisi d'impresa*, ANGELI F. (a cura di), 2015, 178;

PATTI A., *I diritti dei creditori nel nuovo concordato preventivo*, in FABIANI M.-PATTI A. (a cura di), *La tutela dei diritti nella riforma fallimentare. Scritti in onore di G. Lo Cascio*, Milano, 2006;

PATTI A., *Il sindacato dell'autorità giudiziaria nella fase di ammissione*, in *Fall.*, 2006, 1019;

PICONE L., *La reorganization nel diritto fallimentare statunitense*, Milano, 1993;

PLATANIA F., *Le operazioni sul capitale sociale nelle società in concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2011, 487 ss.;

PREITE F., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, 1993, 109 ss.

QUATTROCCHIO L.M. – RANALLI R., *Speciale D.L. Sviluppo – Concordato in continuità e ruolo dell'attestatore: poteri divinatori applicazione di principi di best practice*, in *www.ilFallimentarista.it*, 2012;

RACUGNO G., *Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione e transazione fiscale. Profili di diritto sostanziale*, in *Trattato di Diritto Fallimentare*, BUONOCORE V.- BASSI V. (diretto da), I, Padova, 2010, 490;

RANALLI R., *La scelta dello strumento di risanamento della crisi aziendale*, in *Fallimento*, 2012, 5, 503 ss.;

RANALLI R., *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2014, 12, 1350 ss.;

RANALLI R., *Il concordato in continuità*, Milano, 2015, 135 e ss.;

RESCIGNO P., *L'abuso del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, 205;

RESTIVO C., *Contributo ad una teoria dell'abuso del diritto*, Milano, 2007;

RODOTA' S., voce *Dazione in pagamento*, in *Enciclopedia del diritto*, XI, CALASSO F. (diretto da), Milano, 2007, 737;

ROLFI F. – RANALI R., *Il concordato in continuità*, Milano, 2015;

ROMANO S., *Abuso del diritto (diritto attuale)*, in *Enc. Dir.*, I, Milano, 1958, 166;

ROSSI A., *Le proposte indecenti nel concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 2, 2015, 331;

ROVELLI L., *Un diritto per l'economia. Bilancio di una stagione di riforme. Una scelta di degiurisdizionalizzazione?*, in *La crisi d'impresa. Questioni controverse del nuovo diritto fallimentare*, DI MARZIO F. (a cura di), Padova, 2010, 57 ss.;

SALAFIA V., *Aumento di capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, 225 ss.;

SANDULLI M., *Sub artt. 160, 161, 162*, in NIGRO A.-SANDULLI M. (a cura di), *La riforma della legge fallimentare*, II, Torino, 2006, 980;

SANTONI G., *Contenuto del piano di concordato preventivo e modalità di soddisfacimento dei creditori*, in AA.VV., *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa*, Torino, 2007;

SANTORO V., *Sub art. 2346*, in *La riforma delle società*, SANDULLI M.- SANTORO V., Torino, 2003, II, 129 ss.;

SCHIANO DI PEPE G., *Il concordato preventivo con "continuità aziendale" nel decreto legge 83/2012. Prime considerazioni*, in *Dir. Fall.*, 2012, I, 482 e ss.;

SEPE M., *Commento all'art. 145*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), Milano, 1998, 770;

SIGNORELLI F., *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2016, 83;

SPADA P., *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 588 ss.;

SPERANZIN M., *L'aumento del capitale sociale*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, BIONE M.- GUIDOTTI R.- PEDERZINI E. (a cura di), Padova, 2012, 481 ss.;

SPOLIDORO M.S., *L'aumento del capitale sociale nelle s.r.l.*, in *RDS-Rivista di diritto societario interno, internazionale comunitario e comparato*, 2008, 481;

STANGHELLINI L., *Il concordato con continuità aziendale*, in *Fallimento*, 2013, 1222;

STANGHELLINI L., *L'approvazione dei creditori nel concordato preventivo: legittimazione al voto, maggioranze e voto per classi*, in *Fall.*, 2006, 1060;

STANGHELLINI L., *Le crisi d'impresa tra diritto ed economia*, Bologna, 2007;

STANGHELLINI L., *Piano di regolazione dell'insolvenza, classi di creditori e liquidazione*, in *Fallimento*, 2004, 28 ss.;

TEDESCHI G.U., *Manuale del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2006;

TIZZANO R., *L'indeterminatezza del giudizio di migioria e l'attestazione ex art. 186-bis, comma 2, lett. b), l. fall.*, in *Fallimento*, 2014, 137;

TOMBARI U., *Alcune riflessioni sulle fattispecie del concordato con continuità aziendale*, in *www.ilFallimentarista.it*, 2013;

TOMBARI U., *Apporti "spontanei" e "prestiti" dei soci nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, P. Abbadessa, G. B. Portale (a cura di), Torino, 2007;



TOMBARI U., *Principi e problemi di “Diritto societario della crisi”*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, TOMBARI U. (a cura di), Torino, 2014, 6;

TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1094;

TOMBARI U., *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 984;

TOMBARI U. *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143 ss.;

TURRONI D., *Il concorso a <<progressione asimmetrica>> tra concordato preventivo e istruttoria prefallimentare*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1, 2016, 264 ss.;

VALENSISE P., *Art. 182-bis 2010*, in *La legge fallimentare dopo la riforma*, Torino 2010, p. 2252 e ss.;

VALENSISE P., *Osservazioni sull’accordo di ristrutturazione con gli intermediari finanziari ex art. 182-septies l. fall.*, in *La nuova mini-riforma della legge fallimentare*, M. SANDULLI – G. D’ATTORRE (a cura di), Torino, 2016, 287 ss.;

VITIELLO M., *Brevi (e scettiche) considerazioni sul concordato preventivo con continuità aziendale*, in [www.ilFallimentarista.it](http://www.ilFallimentarista.it), 2013;

ZANICHELLI V., *La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali*, Torino, 2008;