

LORENZO STANGHELLINI

LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLA
SOCIETÀ PER AZIONI AL TEMPO DELLA
GRANDE CRISI



giuffrè editore - 2016

Estratto dal volume:

**REGOLE DEL MERCATO
E MERCATO DELLE REGOLE**

IL DIRITTO SOCIETARIO E IL RUOLO DEL LEGISLATORE

a cura di

GIUSEPPE CARCANO - CHIARA MOSCA - MARCO VENTORUZZO

LORENZO STANGHELLINI

LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLA SOCIETÀ PER AZIONI AL TEMPO DELLA GRANDE CRISI

SOMMARIO: 1. Premessa: un quadro che subisce l'influenza di vari fattori. — 2. Struttura finanziaria dell'impresa: le coordinate fondamentali. — 3. Accesso della società al finanziamento e diritti dei finanziatori: l'evoluzione dell'ordinamento italiano. — 3.1. Il disegno del codice civile del 1942. — 3.2. La riforma societaria del 2003. — 3.3. L'ultima fase: dal 2012 al presente. — 4. L'utilizzo effettivo della flessibilità. — 5. I punti di attenzione: a) la sopportazione delle perdite. — 6. I punti di attenzione: b) l'introduzione di nuove cause di estinzione dei diritti degli azionisti. — 7. Le conclusioni sistematiche: verso l'evaporazione del concetto dell'azionista proprietario.

1. PREMESSA: UN QUADRO CHE SUBISCE L'INFLUENZA DI VARI FATTORI

Pochi temi, nel diritto delle società per azioni, appaiono in evoluzione così rapida come quello della disciplina della sua struttura finanziaria, con i poteri e le responsabilità che vi sono connessi.

Da una concezione semplice della struttura finanziaria della società, nella quale la società è oggetto di pretese proprietarie dei soli azionisti, il sistema si sta spostando verso una concezione "liquida" di tale struttura, tanto che la stessa compagine sociale può subire riassetamenti decisi e, in certi casi, rapidissimi. Il tutto non necessariamente con il consenso degli azionisti, che da una tutela "proprietaria", della quale è manifestazione il diritto di veto, si vedono assegnata sempre più una tutela di tipo risarcitorio, che si limita ad assicurare che gli azionisti non ricevano pregiudizio rispetto allo scenario che si prospetterebbe loro in alternativa.

Di questo spostamento è manifestazione eclatante l'istituto del *bail-in*, che può comportare la riallocazione della società-banca in mani nuove, cioè nelle mani di nuovi azionisti, nell'arco di un fine settimana, in forza della decisione dell'autorità competente alla

gestione della crisi e sulla sola base di valutazioni tecniche ed economiche. Il fenomeno, tuttavia, è ben più ampio, e va al di là del settore del diritto bancario, in cui ha comunque un rilievo l'interesse pubblico. Tale fenomeno, infatti, dipende dal fatto che il tema della struttura finanziaria è pesantemente influenzato dal quadro regolamentare in cui operano gli investitori e dalla congiuntura economica in cui operano le imprese e, con esse, i loro finanziatori.

La *corporate governance* e i diritti degli azionisti non possono restare indifferenti al contesto economico attuale, che alla luce della profonda crisi in cui viviamo appare progressivamente meno incline a riconoscere diritti assoluti. Lo scopo di questa relazione è di ripercorrere le tappe di questa evoluzione in materia di struttura finanziaria della società per azioni e dare una possibile chiave di lettura di tale evoluzione.

2. STRUTTURA FINANZIARIA DELL'IMPRESA: LE COORDINATE FONDAMENTALI

Secondo la definizione comune, che condivido, la struttura finanziaria della società identifica l'insieme delle fonti mediante le quali la società ha finanziato il suo attivo (STRAMPELLI). Essa viene quindi rappresentata nel passivo dello stato patrimoniale, controbilanciando perfettamente l'attivo grazie alla flessibilità della posta del patrimonio netto (che a stretto rigore non costituisce "passivo", ma rappresenta, dal punto di vista contabile, la ricchezza della società, cioè la differenza fra l'attivo, da un lato, e i debiti e i fondi rischi dall'altro). A un aumento dell'attivo al quale non corrisponde un aumento dei debiti, ad esempio, corrisponde un aumento del patrimonio netto, e viceversa.

A parte i debiti di natura commerciale per prestazioni ricevute dalla società, la sua struttura finanziaria è il risultato del contributo di risorse che a vario titolo le sono state fornite: dal puro mutuo (che implica un obbligo di restituzione preciso e coercibile) al puro capitale di rischio (che non attribuisce alcun diritto patrimoniale coercibile, ma solo l'aspettativa di eventuali utili). In mezzo a questi due estremi sono possibili, come è noto, altre forme di finanziamento. Esse si inseriscono, secondo gradi crescenti di rischio e, normalmente, di potere (LAMANDINI [1]), lungo la linea continua che ha da un lato l'azionista che sopporta tutto il rischio e ha tutto il

potere di controllo, e dall'altro il creditore che (in teoria) non sopporta il rischio e non ha alcun potere di controllo.

Come è ormai risaputo anche sulla scorta di notissimi studi, il valore dell'attivo *non* è indipendente dalla composizione delle fonti di finanziamento. Infatti, sebbene a una prima impressione si possa pensare che un'azienda produttiva, un macchinario o un marchio abbiano lo stesso valore quale che sia il titolo giuridico delle varie risorse finanziarie utilizzate per acquistarli, in realtà la struttura finanziaria e la proporzione fra debito e capitale di rischio incidono sul valore complessivo dell'impresa (STRAMPELLI, 605-606, che si rifà anche alla letteratura originata dai fondamentali studi di F. Modigliani e M.H. Miller). Ciò a causa di molti fattori, di cui (oltre a quelli fiscali, che non di rado penalizzano il capitale di rischio) i più rilevanti dal nostro punto di vista sono il fatto che il debito incide sulla produzione di valore: troppo poco debito non crea sufficiente pressione sui managers (JENSEN), e troppo debito rende difficile gestire l'impresa e distrugge valore (in quanto i finanziatori chiedono interessi più alti e le controparti non contrattano più con l'impresa a causa del rischio di insolvenza).

Il risultato è che il mix ideale di capitale di rischio e capitale di debito non è predeterminato in modo fisso, e dipende anche dall'attività concretamente esercitata dalla società: come è noto, un'impresa con redditi più stabili può sostenere un più alto livello di debito, mentre un'impresa con un'alta varianza dei risultati richiede un grado più elevato di capitale di rischio.

Nella situazione fisiologica, vi è una tendenziale coincidenza fra *residual claimants* e potere, nel senso che, al netto di eventuali modulazioni del voto, gli azionisti hanno il potere di assumere le decisioni fondamentali sulla società e di scegliere chi la gestisce. Quando, in conseguenza di perdite che abbiano eroso il capitale di rischio, si prospetti una frattura fra rischio d'impresa e potere (perché gli azionisti mantengono il potere di scegliere gli amministratori, pur avendo perso il loro investimento e non essendo dunque sensibili alle ulteriori perdite), gli amministratori divengono soggetti a doveri nuovi, o comunque non possono perseguire unicamente gli interessi degli azionisti (STANGHELLINI [1]; BRIZZI). Nelle situazioni più gravi, le procedure d'insolvenza svolgono la funzione di ricomporre la frattura che si è creata, attribuendo ai creditori, secondo l'ordine di priorità previsto dalla legge, l'attivo della società.

3. ACCESSO DELLA SOCIETÀ AL FINANZIAMENTO E DIRITTI DEI FINANZIATORI: L'EVOLUZIONE DELL'ORDINAMENTO ITALIANO

3.1. *Il disegno del codice civile del 1942*

Rispetto a questo modello, è constatazione comune che il disegno del codice civile del 1942 era ben poco articolato. Da un lato, infatti, il finanziamento mediante capitale di rischio avveniva tramite modelli tendenzialmente rigidi (era infatti possibile solo una limitazione del voto, purché compensata da privilegi di carattere patrimoniale); dall'altro lato, il finanziamento mediante capitale di debito vedeva — almeno stando al libro V del codice — solo la possibilità di emettere obbligazioni. Anche tale ultima possibilità, tuttavia, era fortemente limitata, sia nell'importo massimo (l'art. 2410 c.c. prevedeva, per le società per azioni di diritto comune, l'emissione per una somma non eccedente il capitale sociale versato ed esistente), sia nel procedimento, che vedeva una riserva di competenza assembleare ben poco comprensibile, e comunque criticata in modo sostanzialmente unanime dalla dottrina (GIANNELLI, 6 nt. 3).

La differenza (sempre esistita) fra il bisogno di finanziamento e quanto giungeva alla società dai due canali previsti dal libro V del codice civile veniva coperta dal credito bancario. Alle banche era precluso l'ingresso nel capitale. La dotazione finanziaria come capitale di rischio era assunta come data, fornita dai soci imprenditori. Non si considerava dunque « che la società per azioni poteva reperire i mezzi finanziari necessari presso soggetti non interessati a partecipare ad un'iniziativa economica comune, ma interessati esclusivamente ad un'operazione di "investimento/finanziamento" » (TOMBARI, 1088).

Alla base di tutto ciò stava un modello semplice di impresa, nel quale vi era una contrapposizione netta fra imprenditore, da un lato, e creditori forti, dall'altro. Ciò aveva riflessi sul sistema delle procedure di insolvenza disegnato dalla legge fallimentare del 1942, in quanto, come accadeva in tutti i paesi europei, davanti al giudice fallimentare giungevano solo crisi che un sistema bancario sufficientemente informato e forte aveva giudicato irrisolvibili (ARMOUR-CHEFFINS-SKEEL *jr*). Inoltre, la struttura del sistema produttivo, basata su piccole e medie imprese che operavano mediante beni materiali,

non creava allarme rispetto a procedure che si limitavano a vendere quei beni, che potevano facilmente ritrovare collocazione sul mercato. Questo modello semplice di impresa e di gestione della sua crisi si è rivelato progressivamente inadeguato a partire dagli anni '70 in poi: prima la crisi di grandi imprese (si vedano le belle pagine di LIBONATI), poi la dematerializzazione degli attivi, che divennero difficilmente vendibili, hanno reso sempre meno adeguato il sistema di procedure basato sulla legge fallimentare del 1942.

3.2. *La riforma societaria del 2003*

La rigidità del disegno, come è noto, è stata in buona parte attenuata con la riforma societaria del 2003. La struttura finanziaria è stata resa molto più flessibile, con la possibilità di emettere azioni a voto limitato senza compensazioni patrimoniali, azioni “correlate” ai risultati dell’attività sociale in un determinato settore, azioni postergate nelle perdite, azioni riscattabili. Sono state anche consentite l’emissione di azioni prive dell’indicazione di valore nominale (che, come vedremo, forniscono una preziosissima flessibilità in caso di ristrutturazioni) e la costituzione di patrimoni destinati. È stata infine ammessa, con innovazione importantissima, l’emissione di strumenti finanziari, categoria intermedia (con varie gradazioni) fra il capitale di rischio e il debito.

Con specifico riferimento alle obbligazioni, infine, sono stati ridotti i vincoli alla loro emissione (con libertà lievemente temperata nel 2005 a seguito dello scandalo Parmalat) e la relativa competenza è stata attribuita agli amministratori (salva diversa previsione statutaria). Si è inoltre esplicitamente resa possibile l’emissione di obbligazioni subordinate e di obbligazioni che, quanto ai tempi del rimborso e alla misura degli interessi, sono partecipi del rischio di impresa.

Cifra di questa flessibilizzazione appare la ricerca di strumenti che possano arricchire l’offerta con nuove forme di finanziamento che si collocano lungo la citata linea continua che corre fra l’azionista (che ha tutti i rischi e tutti i poteri di controllo) e il creditore (che in teoria non ne ha alcuno). « Sullo sfondo vi è ovviamente il tramonto della utilità della distinzione tra ‘azionista-socio’ e obbligazionista-creditore’ e l’emergere, in tutta la sua rilevanza, della categoria dell’“investitore-finanziatore” » (TOMBARI, 1095). Ciò

con lo scopo di aprire canali alternativi al credito bancario e nell'ottica della concorrenza fra ordinamenti (TOMBARI, 1084-1085).

Nel 2010, in attuazione di una modifica operata in sede europea alla Seconda direttiva in materia di società per azioni (ora rifiuta nella Direttiva 2012/30/UE), è stato agevolato il conferimento di beni diversi dal denaro, ed è stata ammessa, seppur con grande cautela, l'assistenza finanziaria della società alle operazioni sulle proprie azioni.

Su un altro versante, fra il 2005 e il 2007, quasi in contemporanea con la riforma del diritto societario e prima della grande crisi di cui si dirà più avanti, ebbe luogo anche la riforma del diritto fallimentare. Essa rispondeva a un principale obiettivo: consentire il superamento delle crisi mediante strumenti di mercato, sia stragiudiziali (piano di risanamento e accordi di ristrutturazione dei debiti), sia giudiziali agevolati (concordato preventivo). Già si intravedevano, infatti, i segni della crescente difficoltà, nel nuovo quadro regolamentare, della gestione puramente stragiudiziale dell'insolvenza, e la conseguente necessità di procedure che consentissero di conservare i valori aziendali anche in assenza del consenso di tutti i creditori, e comunque di strumenti capaci di ridurre i rischi che gravano su coloro che contrattano con il debitore che si trovi in una situazione di crisi.

3.3. *L'ultima fase: dal 2012 al presente*

Pochi anni dopo la riforma societaria, nell'estate del 2007, ebbe inizio la crisi finanziaria, che esplose poi nel settembre 2008 con l'insolvenza di Lehman Brothers (si veda il serrato evolversi degli eventi in GALANTI). Con il passare del tempo divenne chiara la consapevolezza che la grande crisi non solo non si sarebbe risolta in fretta, ma era destinata ad avere un impatto durevole sull'economia reale.

Il sistema bancario era stretto nella triplice morsa del rischio di insolvenza del debito pubblico italiano verso il quale era pesantemente esposto (con conseguente difficoltà di accesso ai mercati finanziari), di requisiti regolamentari pensati per una diversa fase dell'economia e dunque con effetto prociclico, e di un'onda montante di prestiti concessi a debitori in crescente affanno (con effetti che si manifesteranno in tutta la loro gravità negli anni successivi).

A partire dal 2012, pertanto, si sono susseguiti una serie affannosa di interventi, fra i quali si segnalano:

a) la possibilità di emettere obbligazioni senza alcun limite, se destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o negoziate su sistemi multilaterali o se si tratti di obbligazioni convertibili in azioni (nuovo art. 2412 c.c., modificato con l'art. 32 comma 26 del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni dalla l. 7 agosto 2012, n. 134);

b) la possibilità di emettere obbligazioni o altri strumenti (cambiali finanziarie di cui alla l. 13 gennaio 1994, n. 43) anche da parte di s.r.l., con possibilità (per società diverse da banche e microimprese) di prevedere clausole di subordinazione e clausole di partecipazione agli utili d'impresa (art. 32 comma 19 ss. d.l. 83/2012: la norma in realtà standardizza ciò che l'art. 2411 c.c. già consentiva); tali titoli possono essere acquistati da fondi pensione e da assicurazioni a copertura di riserve tecniche (art. 32 comma 26-*bis*). Il tutto accompagnato da importanti agevolazioni fiscali (art. 21 d.l. 24 giugno 2014, n. 91, conv. con l. 11 agosto 2014, n. 116: si veda la preziosa ricostruzione di CIOCCA, 230) e, nel caso delle cambiali finanziarie, dalla necessità che l'emissione dei titoli avvenga a favore di investitori professionali e tramite uno sponsor che (per le cambiali emesse da società non quotate) mantenga una quota dell'emissione.

c) la possibilità di emettere, a favore di investitori qualificati, obbligazioni o titoli similari garantiti dal privilegio *ex* art. 46 T.U.B. (d.l. 23 dicembre 2013, n. 145, convertito con modificazioni dalla l. 21 febbraio 2014, n. 9, che ha introdotto, con l'art. 12, comma 6, lettera a, il comma 1-*bis* del T.U.B.: v. CIOCCA, 232);

d) la possibilità di costituire veicoli societari a statuto speciale per le imprese innovative (come definite dalla legge), possibilità dapprima limitata alle start-up (d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221) e quindi estesa alle piccole e medie imprese (PMI innovative: d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con modificazioni dalla l. 24 marzo 2015, n. 33). Per tali veicoli, sono da notare, con riguardo al tema della struttura finanziaria che qui ci interessa, sia la possibilità di un loro accesso diretto al mercato dei capitali, anche con portali di *crowdfunding*, sia il fatto che in caso di perdite incidenti sul capitale sociale i provvedimenti ordinariamente imposti dalla legge ai sensi degli artt. 2446, comma 2, e 2447 (per la s.p.a.) e degli artt.

2482-*bis*, comma 4, e 2482-*ter* (per la s.r.l.) possono essere ritardati di un anno.

Con una serie di interventi attuati fra il 2012 e il 2014 sono state inoltre abbassate sia la soglia di capitale che consente l'accesso al beneficio della responsabilità limitata (art. 2463-*bis*, introdotto dal d.l. 24 gennaio 2012, n. 1, convertito con modificazioni dalla l. 24 marzo 2012, n. 27, seguito dall'effimera introduzione della s.r.l. a capitale ridotto ad opera dell'art. 44 del d.l. 83/2012, e infine nuovi commi 4 e 5 dell'art. 2463 c.c., introdotti dal d.l. 28 giugno 2013, n. 76, convertito, con modificazioni, con l. 9 agosto 2013, n. 99), sia l'accesso alla forma più evoluta della società per azioni, oggi utilizzabile già con conferimenti pari a 50.000 euro (art. 2327 c.c., come modificato dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116).

Ancora nel 2014 (con il citato d.l. 91/2014), poi, è stata ammessa, per tutte le società per azioni, l'introduzione di azioni a voto plurimo (art. 2351, comma 3, c.c.) e, per le società con azioni quotate, di maggiorazioni di voto (art. 127-*quinquies* T.U.F.). Nel 2015 è stata data maggiore evidenza alla gestione finanziaria dell'impresa, oggetto di un nuovo e autonomo documento denominato "rendiconto finanziario" (*cash flow statement*) che compone il bilancio d'esercizio (art. 2423 e nuovo art. 2425-*ter* c.c., rispettivamente modificato e introdotto dall'art. 6 del d.lg. 18 agosto 2015, n. 139).

Sul versante delle procedure d'insolvenza, con due interventi attuati nel 2012 e nel 2015, infine, ha avuto luogo un'ulteriore riforma. I due interventi hanno avuto origine e obiettivi diversi: il primo (ancora il già citato d.l. 83/2012) ha inciso sull'attivo dell'impresa in crisi, facilitandone la conservazione (mediante gli istituti del c.d. concordato in bianco e del concordato con continuità aziendale), e, in misura più ridotta, sul suo passivo, ritardando con l'art. 182-*sexies* l. fall., per le società che stiano affrontando la crisi mediante un concordato o un accordo di ristrutturazione dei debiti, l'operatività della riduzione obbligatoria del capitale per perdite. Il secondo (attuato con d.l. 27 giugno 2015, n. 83, convertito con modificazioni dalla l. 6 agosto 2015, n. 132) ha invece inciso quasi esclusivamente sulla struttura finanziaria dell'impresa in crisi, prevedendo nuovi strumenti di riduzione dell'indebitamento e aumentando la concorrenza per i suoi *asset*. Quest'ultimo intervento, come vedremo più avanti, ha comportato la rottura di un argine fino ad

allora mai valicato, la qual cosa ha importanti implicazioni di diritto societario.

Gli obiettivi di questa seconda ondata di innovazione sono meno facilmente identificabili e riducibili ad unità. Sembra tuttavia difficile prescindere dal fatto che tali innovazioni (salvo minime eccezioni) hanno avuto origine in una serie quasi continua di decreti-legge denominati « disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività », “decreto crescita”, “decreto sviluppo”, “decreto sviluppo-*bis*”, “investment compact”, “decreto rilancio”, “decreto destinazione Italia”, aventi come dichiarato obiettivo quello di dare stimolo all’economia italiana, afflitta dalla più grave crisi dal secondo dopoguerra.

Tale crisi da un lato ha colpito l’economia reale, dall’altro — con un circuito vizioso ben conosciuto — ha impattato sulle banche, appesantendone i bilanci con crediti ad andamento anomalo (deteriorati, o NPL) e rendendole meno pronte a finanziare l’economia reale (con un possibile effetto di avvitamento della crisi).

Se dunque questo è il contesto in cui le innovazioni si collocano, tre sembrano i loro obiettivi:

— favorire la creazione di nuove imprese (con la riduzione delle soglie di capitale minimo) e consentire alle imprese di raccogliere capitale di rischio senza impatto (o con ridotto impatto) sul controllo (soprattutto con le azioni a voto plurimo, ma anche con le azioni a voto maggiorato);

— consentire alle imprese di finanziarsi direttamente sul mercato (CioCCA, 232), saltando un sistema bancario percepito come: *a*) non adatto a finanziare imprese innovative (e perciò ad alto rischio) o comunque a finanziare le imprese valutandone le specifiche caratteristiche (anche in conseguenza della scomparsa degli istituti di credito speciale, che finanziavano le iniziative economiche valutandole, anche dal punto di vista tecnico, per le loro potenzialità), e *b*) comunque inadeguato (anche per limiti regolamentari o per la specifica situazione patrimoniale in cui l’intermediario si trova) a sostenerle anche se in ipotesi meritevoli di credito;

— consentire alle imprese in crisi di conservare i valori aziendali e alle banche di smobilizzare il loro enorme *stock* di crediti anomali, rendendo più dinamica la gestione di tali crediti.

4. L'UTILIZZO EFFETTIVO DELLA FLESSIBILITÀ

È considerazione diffusa che le possibilità offerte dalla legge (codice civile e leggi speciali) sono state solo in parte utilizzate. Le azioni correlate e i patrimoni destinati sono tuttora una rarità, le emissioni di obbligazioni da parte di società non quotate fanno ancora notizia. Credo che sbaglieremmo, tuttavia, se affermassimo che la flessibilità è stata inutile. A parte il fatto che non è raro che istituti del passato prendano progressivamente vita, magari a causa del mutamento di condizioni di contesto in senso più favorevole al loro utilizzo, varie considerazioni impongono un giudizio più meditato.

In primo luogo, non possiamo nasconderci che esiste un'inevitabile tensione fra la facilità dell'accesso al finanziamento non bancario e la tutela del pubblico risparmio. Il nostro ordinamento, con varie scelte e soprattutto con la delibera CICR 19 luglio 2005, n. 1058, in materia di raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche (che ha imposto un taglio minimo di euro 50.000 e ha previsto che tutti gli strumenti che prevedano un obbligo di rimborso, comunque denominati, siano computabili nel limite quantitativo di cui all'art. 2412, comma 1, c.c.), ha posto importanti limiti quantitativi e qualitativi all'accesso diretto al mercato dei capitali, riservando a investitori professionali la sottoscrizione di strumenti e titoli vari o, alternativamente, limitando tale accesso a emissioni (non necessariamente emittenti) per le quali esiste un certo grado di trasparenza.

In secondo luogo, la flessibilità ha comunque consentito, o facilitato, l'accesso al mercato dei capitali di grandi imprese attraverso forme meno standardizzate e più aderenti agli specifici bisogni dell'impresa, quali prestiti obbligazionari che si convertono in capitale di rischio al verificarsi di determinate condizioni che richiedono un rafforzamento della struttura patrimoniale (*contingent convertible bonds*, o *Co-Co bonds*) e obbligazioni strutturate. Un grande successo, inoltre, hanno avuto le obbligazioni bancarie (la cui emissione è svincolata dai limiti del codice civile), la qual cosa ha rappresentato prima un'opportunità importante di finanziamento del sistema bancario, e oggi un problema allorché è venuta meno, a seguito della modifica del quadro regolamentare operata con la direttiva 2014/59/UE (c.d. *Bank Recovery and Resolution Directive*, o BRRD), l'implicita garanzia pubblica sulle obbligazioni ban-

carie (e in genere, sulle passività bancarie). Ciò ha prodotto dei costi di transizione (SANTORO) che sono divenuti evidenti allorché, attuata la direttiva con i due decreti gemelli d.lg. 16 novembre 2015, nn. 180 e 181, la crisi di quattro banche regionali è stata risolta, per due di esse, coprendo le perdite anche mediante l'annullamento di obbligazioni subordinate che erano state collocate fra il pubblico senza una chiara indicazione della rischiosità dello strumento (per i dettagli dell'intervento, rinvio a STANGHELLINI [2]).

In terzo luogo, occorre registrare invece un notevole utilizzo della flessibilità in operazioni di ristrutturazione dell'indebitamento. Nei casi in cui la società si trova a dover riassetare la propria struttura finanziaria, infatti, si fa ampio uso di prestiti subordinati, di segregazioni patrimoniali e/o di flussi finanziari, di strumenti finanziari *ex art.* 2346 c.c. In tutte queste occasioni viene sistematicamente abolito il valore nominale delle azioni, se ancora presente nello statuto, a testimonianza del fatto che l'emissione di nuove azioni, allorché si debbano ridistribuire le perdite, richiede un effetto diluitivo superiore a quello che deriverebbe dall'emissione di azioni di valore nominale uguale a quello delle azioni già in circolazione. L'allocazione della perdita è un potentissimo fattore di spinta all'innovazione.

5. I PUNTI DI ATTENZIONE: A) LA SOPPORTAZIONE DELLE PERDITE

A costo di sembrare semplicistico, mi pare che la divisione dei profitti non crei gravi problemi di tecnica giuridica. Essa pone semmai rilevanti problemi di corretto agire degli organi sociali e di possibili comportamenti opportunistici o di conflitto d'interessi, che incidono sulla *produzione* e sulla trasparente *rendicontazione* dei profitti (che amministratori inefficienti o in conflitto non producono o occultano), non sulla loro distribuzione all'interno della cerchia dei pretendenti, i cui diritti sono di solito ben scanditi.

Non così per la sopportazione delle perdite. È questo un tema di grande complessità tecnica, oltre che di bruciante attualità, sul quale dobbiamo soffermare la nostra attenzione.

In primo luogo, ammessa da tempo la legittimità di clausole contrattuali con cui i finanziatori accettano di farsi carico delle perdite dell'impresa, i meccanismi concreti con cui la partecipazione alle perdite si attua sono da sempre tutt'altro che ovvi. Già negli

anni '80 dello scorso secolo cominciò ad indagarsi, per i c.d. prestiti partecipativi, il problema di come far operare, in concreto, tale partecipazione; la conclusione fu quella della riduzione dell'ammontare del debito che poi risale, fino a un possibile integrale ripristino, in caso di successivi utili maturati prima della scadenza del prestito (si vedano i contributi di COLOMBO, PORTALE, in partic. p. 17, nt. 42). Più problematico è invece il meccanismo della conversione dei prestiti partecipativi in capitale, quando tale conversione sia prevista dal regolamento di emissione: tale conversione richiede infatti l'intervento dell'assemblea, preventivo (in sede di aumento a servizio) o successivo. La necessità di un intervento dell'assemblea viene non a caso superata dal già citato d.lg. 180/2015, mirante a consentire la tempestiva soluzione delle crisi bancarie e degli intermediari finanziari; il decreto da un lato consente di attribuire agli amministratori della banca, per l'eventualità della crisi, una delega ad aumentare il capitale in deroga ai limiti di cui all'art. 2443 c.c., e dall'altro consente alla Banca d'Italia, in caso di necessità, di disporre direttamente tale aumento (rispettivamente, artt. 58 e 60, comma 1, lett. h).

In secondo luogo, un problema che richiede un'attenta riflessione giuridica è quello della sopportazione delle perdite da parte dei possessori di strumenti finanziari. Esso comporta la necessità di conciliare l'apparente conflitto fra due principi ugualmente di ordine pubblico: da un lato i principi in materia di capitale sociale, secondo i quali il capitale può essere ridotto solo dopo che sono state eliminate, con progressività, tutte le riserve, dall'altro lato il principio, ugualmente importante, che le perdite sono sopportate dagli azionisti prima di qualsiasi altra categoria di finanziatori. La dottrina dominante, e l'unica pronunzia in materia (Trib. Napoli, 24 febbraio 2016, in *Notariato*, 2016, 268), ritengono (correttamente) che la riserva costituita a fronte dell'emissione degli strumenti finanziari debba essere cancellata prima del capitale sociale, ma ne deducono (scorrettamente) che, *per questo motivo*, gli strumenti finanziari sopportino le perdite prima degli azionisti. In realtà questa deduzione, oltre che sistematicamente eversiva, non è corretta: la riserva può essere eliminata, ma gli strumenti finanziari restano come "peso", od "onere" a carico della società. Occorre dunque sganciare gli strumenti finanziari dalla riserva che fu (storicamente) costituita all'atto della loro emissione: questa viene cancellata, ma non così gli strumenti finanziari (ABRIANI, 336 nt. 366; STANGHELLINI

[3], 2718; D'ATTORRE, in nota critica a Trib. Napoli, 24 febbraio 2016, sopra citato, e LAMANDINI [2], che pure evidenzia le difficoltà tecniche della soluzione). In altre parole, se è vero che la riserva costituita a fronte dell'apporto "protegge" gli azionisti dall'impatto delle perdite di esercizio, il venir meno di tale riserva in conseguenza di perdite non ha affatto come conseguenza logica il venir meno degli strumenti finanziari, così come a nessuno verrebbe in mente di non pagare il prezzo di una cosa solo perché la situazione patrimoniale dell'acquirente è peggiorata o anche perché la cosa è perita per effetto di cause sopravvenute. L'apporto dei possessori di strumenti finanziari, se così si può dire, *perit domino*, cioè alla società.

In terzo luogo, il discorso della sopportazione delle perdite diviene estremamente complesso con riferimento alle imprese bancarie, per le quali è necessario che sia prevista la possibilità di una rapida ricapitalizzazione dell'intermediario, al fine di garantire la continuità delle funzioni essenziali per i clienti e di prevenire la diffusione della crisi ad altri intermediari. A questo mirano sia l'istituto della riduzione e conversione di cui agli artt. 27 lett. a), 28 e 29 del d.lg. 180/2015 (che può essere disposta quando la crisi dell'intermediario può essere risolta solo riducendo le azioni e/o riducendo e convertendo gli strumenti di capitale emessi dalla banca, ai sensi dell'art. 20, comma 1, lett. a, di tale decreto), sia l'istituto del *bail-in*, di cui agli artt. 48 ss. del medesimo d.lg. 180/2015. Con tali strumenti si mira nella sostanza ad imputare automaticamente le perdite ai finanziatori, azzerando le loro pretese fino a che il patrimonio netto viene riportato a zero, e successivamente convertendo le loro pretese in azioni ordinarie, fino a ricostruire il patrimonio nella misura necessaria per l'operatività della banca. Il tutto nel rispetto della gerarchia fallimentare, e dunque colpendo prima coloro che hanno una posizione di capitale di rischio, poi i creditori con pretese subordinate e via via i creditori di rango superiore (per comprensibili ragioni di mantenimento della fiducia nella moneta bancaria, i depositi sono stati appositamente collocati in posizione di quasi intangibilità: art. 91-*bis* T.U.B., introdotto dal d.lg. 181/2015; scelta diversa, ma dettata dalla stessa finalità, è stata fatta dall'ordinamento tedesco, che ha postergato il debito verso i possessori di obbligazioni anche senior rispetto agli altri debiti: DE ALDISIO, 441). Al di là della complessità tecnica e di alcune deroghe alle regole ordinarie (quale la sopportazione delle perdite *pari passu* fra azionisti e possessori di strumenti finanziari

computabili nel capitale primario della banca: ancora LAMANDINI [2]), gli istituti della riduzione e conversione e del *bail-in* non sembrano sconvolgere i fondamenti del diritto commerciale, i quali già prevedono che gli azionisti sopportino per primi il rischio d'impresa e, in caso di dissesto, i creditori vengano soddisfatti secondo la gerarchia prevista dalla legge, integrata dalle pattuizioni contrattuali che prevedano garanzie o, all'opposto, clausole di subordinazione (DONATI). Ciò che appaiono rivoluzionarie sono sia le modalità e la rapidità dell'imputazione della perdita, attuata con una decisione dell'autorità che in caso di pregiudizio subito da azionisti o finanziatori lascia spazio solo a tutele risarcitorie operanti *ex post*, sia la programmazione *ex ante* dell'operazione, dato che a tutte le banche, "sistemiche" e non, verrà imposto di predisporre e mantenere adeguati cuscinetti (non solo di capitale, ma anche) di debiti "sacrificabili" all'occorrenza, definiti "passività ammissibili" al *bail-in* (si veda l'art. 50 d.lg. 180/2015).

In quarto luogo, è importante segnalare nuovi punti di tensione attorno al principio, che in sé parrebbe ovvio, che gli azionisti sopportano le perdite prima dei creditori. Come è noto il diritto fallimentare tradizionale risolve il problema della sopportazione delle perdite in modo tanto semplice quanto radicale: il patrimonio viene sottratto al debitore e viene liquidato riallocandolo sul mercato (non fanno eccezione i casi in cui si scelgano modalità alternative di liquidazione, come è accaduto nel caso Parmalat nel quale si è costituita una nuova società, attribuendone le azioni ai creditori delle società insolventi). Il provento della liquidazione viene ripartito fra i creditori, secondo la gerarchia di legge (art. 111 l. fall.); solo in caso di eccedenza il patrimonio viene restituito al debitore e dunque, in caso di società, viene rimesso nella disponibilità dei soci. Accade tuttavia di frequente che pur in presenza di perdite, per motivi che più avanti verranno menzionati, sia nell'interesse di tutti conservare la continuità della stessa persona giuridica, perché ciò conserva il valore del patrimonio con beneficio di tutti.

Il problema della graduazione delle pretese si declina in due grandi filoni fra loro ben distinti:

a) il primo, nel quale i creditori non subiscono sacrifici: ci si riferisce alla possibilità di emettere azioni pur in presenza di perdite, che la nota massima milanese (CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, MASSIMA n. 122, *Aumento di capitale in presenza di perdite*) ha ammesso a condizione che, qualora si versi nelle ipotesi di riduzione

obbligatoria del capitale per perdite, dopo l'aumento il patrimonio netto sia pari ad almeno due terzi del capitale sociale. Questa modalità non tradizionale di copertura delle perdite appare del tutto legittima in condizioni di piena informazione: se coloro che sottoscrivono le nuove azioni sono informati del fatto che parte del loro conferimento va a coprire le perdite pregresse, nessun problema sembra porsi (almeno dal punto di vista del rapporto fra investitori);

b) il secondo, nel quale invece la continuità della persona giuridica viene assicurata grazie al sacrificio dei creditori, che accettano di ridurre e/o ristrutturare le proprie pretese per scongiurare un'alternativa che recherebbe loro danni maggiori (di solito il fallimento). In questi casi, occorre domandarsi se sia legittimo che gli azionisti esistenti mantengano una partecipazione, anche parziale, nella società, riportata in equilibrio grazie alle rinunzie dei creditori di cui hanno appunto beneficiato anche gli azionisti, o se invece non vi sia un principio di ordine pubblico che impone la cancellazione totale degli azionisti prima che ai creditori possa essere imposto qualsivoglia sacrificio (in questo senso, con particolare vigore, VATERMOLI). In sostanza, si tratta dello stesso problema di cui alla precedente lettera (i creditori, con le loro rinunzie o con la conversione del loro debito in capitale, beneficiano gli azionisti esistenti), ma in un contesto che può essere del tutto diverso, perché le rinunzie e la sottoscrizione delle azioni possono non essere frutto di una manifestazione di volontà individuale, ma la conseguenza di una decisione adottata dai creditori *a maggioranza*.

Questa tensione fra creditori e azionisti ci porta al prossimo tema: quello dell'introduzione di nuove cause di estinzione dei diritti degli azionisti o, più correttamente, di nuovi contesti in cui operano le cause di estinzione.

6. I PUNTI DI ATTENZIONE: B) L'INTRODUZIONE DI NUOVE CAUSE DI ESTINZIONE DEI DIRITTI DEGLI AZIONISTI

Molti ordinamenti, anche vicini al nostro, prevedono che i diritti degli azionisti si estinguano solo con l'estinzione della società. Non così l'ordinamento italiano: esso prevede infatti che i diritti degli azionisti possano estinguersi anche qualora la vita della società prosegua, come conseguenza della riduzione a zero del valore del patrimonio netto contabile. In sostanza, in presenza di una perdita

patrimoniale, il nostro ordinamento non solo impone, come condizione necessaria per evitare lo scioglimento, che la società venga dotata di nuovo capitale di rischio, ma (salvo che venga seguito il procedimento di cui alla massima milanese n. 122) impone che ciò venga effettuato *previo annullamento delle azioni in circolazione* (artt. 2447 e 2482-ter c.c.; sulla peculiarità della regola italiana, che non è imposta dalle regole europee in materia di capitale sociale, si veda DE LUCA, 987 ss.; la mancanza di una regola siffatta ha provocato innumerevoli problemi nei casi di ricapitalizzazioni pubbliche di banche effettuate nel corso della crisi finanziaria: si veda ad esempio la sentenza del Tribunale dell'Unione europea del 12 novembre 2015, causa n. T-499/12, *HSH Investment Holdings c. Commissione europea*, che ha rigettato la doglianza di azionisti che lamentavano di essere stati diluiti dall'emissione di azioni a un prezzo troppo basso, in presenza di perdite che avevano portato a una imponente ricapitalizzazione pubblica).

Proprio il fatto che l'azionista possa essere privato della sua partecipazione pur in presenza di una prosecuzione della vita della società, e dunque privato di un possibile valore non espresso dalla contabilità, era alla base della posizione secondo la quale non si poteva adottare a maggioranza una deliberazione di ricapitalizzazione quando il capitale era stato interamente perduto (GRAZIANI; ASCARELLI). La posizione che si è poi successivamente affermata è, invece, che tale deliberazione a maggioranza è legittima, in quanto il diritto di sottoscrivere le azioni di nuova emissione costituisce tutela sufficiente contro la possibilità che il socio perda l'eventuale plusvalore inespresso. Proprio per questo motivo, è opinione dominante che in caso di riduzione a zero e successivo aumento del capitale non sia possibile escludere il diritto d'opzione, ma solo limitarlo, sempre che ciò sia essenziale per l'interesse sociale (Cass., 28 giugno 1980, n. 4089, in *Giur. it.*, 1980, I, 1, 786; si veda SANDRELLI, 131). Nessuna limitazione al diritto di sottoscrivere le quote è invece possibile nella s.r.l. (art. 2481-bis, comma 1, c.c.: si vedano le considerazioni di MAUGERI, 417 ss.). Resta comunque il fatto che in simili casi l'azionista è posto di fronte alla scomoda alternativa se effettuare nuovi conferimenti o perdere tutto, alternativa che aveva indotto alcuni a suggerire (anche se non porre a condizione della legittimità della ricapitalizzazione a maggioranza) l'emissione, in questo contesto, di azioni di godimento (MENGONI, 117; NOBILI-SPOLIDORO, 397-398) e oggi, di warrants, strumenti

diversi ma capaci entrambi di consentire al socio che non abbia sottoscritto di godere del valore conservato (ma non creato *ex novo*) dalla ricapitalizzazione.

Il nuovissimo fronte di questo antico problema è tuttavia quello in cui non vi sia, in caso di mancata ricapitalizzazione, *alcun* valore residuo per gli azionisti del quale appropriarsi mediante la liquidazione, sì che il loro diritto di voto contro la ricapitalizzazione non porta loro alcun vantaggio: essi si trovano in questo caso nella condizione di godere di un diritto di veto senza costi che, se esercitato, reca un danno ad altre categorie di soggetti che hanno invece interesse alla sopravvivenza della società (*in primis*, i suoi creditori). Ciò ha indotto alcuni a ritenere che, allorché per effetto di una perdita integrale del capitale sociale sia in pericolo la continuità della persona giuridica con danno per i terzi, possa essere deliberata dai soci a maggioranza anche l'esclusione, e non solo la limitazione, del diritto d'opzione (MARCHETTI).

Il problema del diritto di veto degli azionisti, e delle circostanze nelle quali può essere esercitato, è stato poi alla base di una recente innovazione legislativa. La recente riforma della legge fallimentare, operata con d.l. 83/2015 (convertito con l. n. 132/2015), ha previsto che nel corso della procedura di concordato preventivo, a certe condizioni, i creditori possano presentare una proposta di concordato concorrente con quella del debitore (art. 163 l. fall.), così impostando una destinazione del patrimonio del debitore (persona fisica o società) diversa da quella da lui ipotizzata. La normativa presenta poi la particolarità di consentire, quando il debitore ha la forma di società di capitali, una completa ristrutturazione finanziaria, basata sull'emissione di nuove azioni o quote con *esclusione* del diritto d'opzione, la qual cosa può portare, per effetto della precedente riduzione del capitale per coprire le perdite non eliminate dal concordato, all'integrale cancellazione degli azionisti esistenti (per i dettagli, si rinvia a CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, Orientamento 58/2015, *Aumento di capitale nel concordato preventivo a seguito del d.l. n. 83/2015*). La legge prevede altresì che, qualora la proposta dei creditori venga approvata e omologata e la società si rifiuti di deliberare l'aumento di capitale previsto da tale proposta, il tribunale possa « nominare un amministratore giudiziario (...) attribuendogli il potere di compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla suddetta proposta, ivi incluso, 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 » (art. 185, comma 6, l. fall.). Ritengo che questa possibilità di sostituire gli azionisti, e dunque di eseguire senza il loro consenso un aumento del capitale a vantaggio dei creditori, valga non soltanto per le proposte presentate dai creditori, ma anche per quelle presentate dalla stessa società, e dunque (ai sensi dell'art. 152, comma 2, lett. b, l. fall.), salvo che sussista una riserva di competenza assembleare, dai suoi amministratori (in questo senso, l'orientamento 58/2015 sopra citato). Se gli amministratori, nell'esercizio del loro potere di gestire la società, presentano una proposta di concordato che contempla un aumento del capitale con esclusione del diritto d'opzione, qualora dopo la sua approvazione e omologazione gli azionisti si rifiutino di eseguirla, l'aumento può essere attuato con il meccanismo sostitutivo ora descritto, che prevede l'esecuzione della proposta "in forma specifica". Sarebbe incongruo limitare tale meccanismo alla proposta dei creditori, escludendone quella della stessa società. In considerazione della natura speciale della normativa in questione rispetto a quella generale di cui agli artt. 2481-*bis* e 2481-*quater* c.c., ritengo che questa possibilità si applichi anche alle società a responsabilità limitata.

L'incidenza sistematica di questa innovazione non può essere sottovalutata. Fino al 2015, nel nostro ordinamento la curvatura della struttura finanziaria verso la crisi privava gli azionisti, intesi come gruppo, del diritto di controllare il patrimonio, ma non della loro posizione. Essi avevano cioè il diritto di decidere se negoziare le condizioni di una resa ai creditori o resistere e venire travolti dallo spossessamento *del patrimonio*. Mai, però, essi perdevano il controllo della persona giuridica.

Oggi si è preso atto che con la perdita del capitale, accompagnata dalla grave insufficienza del patrimonio, gli azionisti godono in realtà di un *empty voting*, che condiziona una persona giuridica rispetto alla quale non hanno più interesse sostanziale. Quel che colpisce, così, è che la persona giuridica diviene un *asset* a disposizione dei creditori, un vestito che aspetta di essere indossato da chi, in concreto, ne ha diritto. E, in caso di perdita che, dopo aver spazzato via il patrimonio netto, minacci anche le ragioni di terzi, non sono più gli azionisti ad avere questo diritto. La conseguenza è che la loro "proprietà" sull'azione (su cosa significhi il concetto di

proprietà applicato all'azione tornerò fra poco) cessa non per effetto di una decisione del gruppo, ma di una decisione dei creditori.

Si chiude così, con un sostanziale riconoscimento legislativo, un dibattito coraggiosamente avviato all'indomani della riforma fallimentare del 2006 da Giuseppe Ferri, secondo cui la riorganizzazione dell'impresa può anche comportare la riassegnazione delle sue partecipazioni (G. FERRI *jr* [1]): ciò in quanto « la società rappresenta in realtà una disciplina, e cioè una *forma di organizzazione*, dell'impresa » e dunque « l'*insolvenza* indica non già un'impotenza del patrimonio, ma una vera e propria *crisi dell'impresa*, complessivamente ed oggettivamente considerata, ed in particolare (...) una determinata *disfunzione della sua organizzazione* » (G. FERRI *jr* [2], 414). Il diritto fallimentare ha ormai definitivamente esteso il suo raggio d'azione dal patrimonio al soggetto, tagliando, come Lucio Fontana, la tela sulla quale da centinaia di anni disegnava le sue trame.

Due considerazioni si impongono, al fine di inquadrare correttamente il tema:

1) la riforma italiana è solo l'ultimo esempio di una serie di innovazioni che, in una forma o nell'altra, mirano a superare il diritto di veto degli azionisti in caso di ristrutturazioni nell'interesse dei creditori: precedenti importanti sono la ESUG (*Erleichterung der Sanierung von Unternehmen Gesetz*) tedesca del 2011, che — come del resto già la procedura di *Chapter 11* statunitense — ha ricondotto gli azionisti a una delle varie classi di titolari di pretese verso la società, il cui dissenso rispetto all'approvazione di un piano di soluzione dell'insolvenza, se abusivo, è superabile nel contesto di un voto complessivo di coloro che hanno interesse rispetto alla società (creditori e soci: §§ 217, 222, 225a e 245 *Insolvenzordnung*) e la legge spagnola del 2014 che ha previsto un'ipotesi espressa di responsabilità dei soci per l'insuccesso di un accordo di ristrutturazione quando, con il loro voto negativo, abbiano impedito un'operazione di conversione di passività in capitale sociale, riconosciuta ragionevole da un esperto indipendente (artt. 165 e 172 della *Ley Concursal*, come modificati dal Regio decreto legge n. 4/2014, e quindi nuovamente modificati nel senso di ampliare le possibili fattispecie di responsabilità con legge n. 9/2015). Alle medesime finalità mira la riforma francese del 2014, alla quale la legge italiana si è chiaramente ispirata, che consente all'*administrateur* nel *redressement judiciaire* di chiedere la nomina di un *administrateur en*

justice che voti sulla ricapitalizzazione in luogo degli azionisti (art. L631-9-1 del *Code de commerce*; si veda anche la più aggressiva disciplina dell'art. L-631-19-2, introdotto nel 2015, per le imprese con almeno 150 dipendenti). Un'analisi giuridica di dettaglio imporrebbe di distinguere i presupposti e le conseguenze di ciascuna di queste innovazioni, ma non può certamente sfuggire una chiarissima tendenza alla riduzione dei poteri degli azionisti (mediante interventi responsabilizzanti, come nella legge spagnola, o addirittura coercitivi, con superamento di fatto della giurisprudenza della Corte di giustizia che riservava in ogni caso agli azionisti la decisione sull'aumento di capitale: era questa la conclusione, da ultimo, della sentenza della Corte giustizia Comunità europee, 12 marzo 1993, C-441/93, causa *Pafitis c. Banca Trapeza Kentrikis Ellados AE*, in *Società*, 1996, p. 977). Nell'armonizzazione europea delle procedure di insolvenza contemplata nelle azioni volte a creare una vera *Capital Market Union* (Comunicazione "Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali" (COM(2015)468): <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/IT/1-2015-468-IT-F1-1.PDF>) potrebbe trovar posto anche l'esplicito superamento del diritto di veto degli azionisti, allorché la crisi non venga affrontata con sufficiente tempestività (e, dunque, quando sia meno probabile l'esistenza di un valore residuo del capitale di rischio);

2) l'estinzione dei diritti degli azionisti per volontà dei creditori è certamente rivoluzionaria, ma il suo concreto funzionamento non può porre seri problemi di espropriazione di valori impliciti: se la tradizione italiana ha ormai perfettamente digerito la regola "ricapitalizza o liquida", occorre notare che gli artt. 163 e 185 l. fall. operano in presenza non di uno, ma di ben tre presupposti distinti: non solo la perdita di capitale, ma anche la crisi finanziaria, che come è noto intercetta anche l'assenza di valori latenti, e l'insufficienza del patrimonio anche in una prospettiva di ristrutturazione, dato che le proposte concorrenti possono scattare solo quando il debitore ha formulato una proposta che comporta un grave sacrificio per i creditori (più del 60 per cento di perdita nel caso di concordato liquidatorio, e più del 70 per cento nel caso di concordato con continuità aziendale: art. 163 comma 5; si ricordi che i valori del patrimonio sono attestati dal professionista *ex art. 161 comma 3* e controllati dal commissario giudiziale *ex art. 172 l. fall.*). In questo contesto non può seriamente sussistere, dunque, il problema dell'espropriazione dei valori, che preoccupava Ascarelli (il

quale peraltro già chiariva che il problema si poneva per una società che « non si trovi nella situazione di dover chiedere il fallimento », con ciò lasciando intendere che il fallimento intercetta la vera assenza di valore, e non solo la perdita contabile: ASCARELLI, 753, nota 5).

Resta tuttavia diminuito, ma non eliminato, il problema della distribuzione del plusvalore che eventualmente si generasse nel seguito della vita della società ristrutturata, plusvalore non evidenziato nelle stime poste a base del concordato. Il sistema del *warrant*, se con prezzo di sottoscrizione congruo (non troppo basso altrimenti avrebbe effetto redistributivo, ma non troppo elevato da rendere del tutto improbabile che la sottoscrizione possa divenire conveniente), può risolvere il problema, e non a caso è stato ipotizzato anche in contesti diversi, nei quali gli azionisti avevano subito una diluizione pesantissima per aumenti di capitale necessari a salvare la società (si pensi al caso della Banca Popolare di Vicenza nell'aprile 2016 o della Cassa di Risparmio di Cesena nel giugno 2016).

7. LE CONCLUSIONI SISTEMATICHE: VERSO L'EVAPORAZIONE DEL CONCETTO DELL'AZIONISTA PROPRIETARIO

È tempo di trarre alcune conclusioni, seppur provvisorie.

In primo luogo, la materia della struttura finanziaria è sempre più materia gestionale nelle mani degli amministratori, che ne sono responsabili e che devono rendere trasparente la relativa gestione (si veda in questo senso la recente introduzione del rendiconto finanziario *ex art. 2425-ter*). Gli azionisti esprimono chi gestisce la società e possono controllare solo il rubinetto del capitale di rischio: cioè solo il numeratore di un'ipotetica frazione al denominatore della quale sta l'intero passivo della società. Per le banche, poi, nemmeno questo: come abbiamo visto esse devono avere sempre pronto un aumento di capitale che consente agli amministratori, in deroga all'art. 2443 c.c., di emettere le azioni necessarie a coprire il fabbisogno di capitale di rischio in caso di dissesto (art. 58 d.l.g. 180/2015). La consegna della responsabilità per la conservazione di una corretta struttura finanziaria nelle mani degli amministratori costituisce una proiezione, già da molti avvertita, del parametro della corretta gestione societaria e imprenditoriale (MAZZONI; STRAM-

PELLI, *passim* e *partic.* 625). Se questo porti all'introduzione di un *solvency test*, un limite cioè che si impone ai soci e che obbliga gli amministratori ad opporsi a distribuzioni per effetto delle quali la società diviene insolvente, è ancora discusso ma credo sia inevitabile (si veda, per un interessante riesame della questione, BRIOLINI).

In secondo luogo, dato che anche ad altri, e non solo agli azionisti stessi, è consentito decidere sulla loro sostituzione, appare ormai datata la concezione dell'azionista come proprietario (si vedano già le considerazioni di WEIGMANN). Il tema non può più essere posto in termini binari: gli azionisti sarebbero proprietari, gli altri finanziatori no. Tutti sono "proprietari" di un valore patrimoniale, la cui tutela e il cui sacrificio sono soggetti alle regole tempo per tempo vigenti, che comunque devono rispettare i principi della CEDU e dei trattati europei (art. 1 del Protocollo addizionale n. 1. della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea: « Nessuna persona può essere privata della proprietà se non per causa di pubblico interesse, nei casi e nei modi previsti dalla legge e contro il pagamento in tempo utile di una giusta indennità per la perdita della stessa »). Le azioni valgono quanto vale il diritto che incorporano, e se il loro valore nominale non corrisponde più al loro valore reale, la loro riduzione o cancellazione, e persino il loro trasferimento forzoso, non viola alcun diritto di "proprietà" (si veda Corte Europea dei diritti dell'uomo, 10 luglio 2012, causa *Grainger c. Regno Unito*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 715, con nota di ARIANI - GIANI, e, più di recente, il par. 90 delle conclusioni dell'Avvocato generale 18 febbraio 2016, nella causa C-526/14, *Kotnik e altri*, secondo il quale la giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea che riservava in ogni caso agli azionisti la decisione sull'aumento di capitale, sopra citata, è da ritenere superata).

Di questa parabola è espressione chiarissima l'art. 40 del più volte citato d.lg. 180/2015, che consente all'autorità di disporre la cessione a un terzo delle azioni della banca oggetto dell'azione di risoluzione, con un corrispettivo solo eventuale e che dipende dalla valutazione dell'oggetto della cessione (art. 24, comma 1, lett. e, punto ii). Si è intelligentemente detto che il concetto costituzionale di proprietà, espropriabile *ex art.* 42 Cost. solo contro indennizzo, nasce « dall'assunzione, da parte dei Costituenti, di un paradigma che è quello della proprietà fondiaria, e comunque quello dei beni corporali, ossia di entità dotate pur sempre di un valore intrinseco

che si possa sempre esprimere in forma monetaria e in termini positivi ». Tale paradigma appare inadeguato « quando ci si confronta con i beni di secondo grado, come appunto gli strumenti finanziari, siano essi quelli rappresentativi della partecipazione al capitale di rischio o piuttosto della partecipazione a un'operazione di credito, il cui valore costituisce sempre una grandezza derivata » (GUIZZI, 1491-1492).

“Gli azionisti al tempo della crisi”: è difficile pensare che la *corporate governance* e i diritti degli azionisti attraversino intatti, senza bagnarsi, la tempesta della crisi. È invece più realistico pensare che essi, e la fondamentale funzione di creazione di ricchezza svolta dal loro investimento, debbano coesistere con l'esigenza di non arrecare danno agli altri finanziatori. Quando è conclamato che l'investimento degli azionisti è perso, la persona giuridica diviene un *asset* a disposizione dei creditori, e la *corporate governance* diviene, assieme alle procedure d'insolvenza, la tecnica con cui il patrimonio sociale viene dapprima tenuto a galla nella tempesta e quindi riallocato nelle mani di chi ne ha più diritto (le procedure di insolvenza sono infatti un « crucial missing piece in understanding corporate governance »: SKEEL, 1350). Il tutto affidato alla competenza degli amministratori e dunque alla loro responsabilità.

Se tutto questo fermento abbia implicazioni sul concetto di interesse sociale è forse presto per dirlo. Certo, però, il tema si presta ad essere ripensato, e con implicazioni non soltanto teoriche: si potrebbe infatti ritenere che l'interesse sociale è quello comune dei finanziatori che, *nello specifico momento*, sopportano il rischio d'impresa, con la conseguenza che l'esclusione del diritto d'opzione è nell'interesse della società se esso avviene a favore dei creditori o di chi, effettuando nuovi apporti, ne consentirà la miglior soddisfazione. Nell'antica disputa fra istituzionalismo e contrattualismo (sulla quale si veda il dibattito fra ANGELICI, DENOZZA, e LIBERTINI), non sono certo che le nuove norme facciano segnare, nel loro complesso, un punto a favore della teoria istituzionalista; mi sembra tuttavia ormai difficile far coincidere l'interesse della società con quello dei suoi azionisti, almeno una volta che la società stessa, non essendo in grado di soddisfare regolarmente i suoi creditori, è stata messa sul mercato.

NOTA BIBLIOGRAFICA

N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. Abriani - S. Ambrosini - O. Cagnasso - P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, 2010, 231; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, *Tratt. dir. civ. e comm.* Cicu-Messineo, Milano, 2012; T. ARIANI - L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 721; J. ARMOUR - B.R. CHEFFINS - D.A. SKEEL jr, *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, in *Vanderbilt Law Review*, 2002, 1699; T. ASCARELLI, *La riduzione del capitale a zero*, in *Riv. soc.*, 1959, 748; F. BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto*, in *Riv. soc.*, 2016, 64; F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015; N. CIOCCA, *Intervento in materia di obbligazioni al seminario su Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'Opa* (seminario, Roma, Università La Sapienza, 7 novembre 2014), in *Giur. comm.*, 2015, I, 229; G.E. COLOMBO, *Associazione in partecipazione, prestiti subordinati ed iscrizione in bilancio*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G.B. Portale, Milano, 1983, 425; G. D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, in *Notariato*, 2016, 273; A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi nell'unione bancaria*, in *Banca impresa società*, 2015, 391; N. DE LUCA, *Purgazione del bilancio dalle perdite e informazione preassembleare. Spunti per una riflessione intorno agli interessi protetti nelle riduzioni di capitale*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 974; F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: « contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici »*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480; I. DONATI, *Il bail-in bancario: spunti per il nuovo diritto societario della crisi*, paper presentato al Convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del diritto commerciale, Roma, 26 febbraio 2016; G. FERRI jr [1], *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 747; G. FERRI jr [2], *Insolvenza e crisi dell'impresa organizzata in forma societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 413; E. GALANTI (a cura di), *Cronologia della crisi 2007-2012*, "Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale", n. 72 (maggio 2013), disponibile all'indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2013-0072a/index.html>; A. GIANNELLI, *Art. 2410*, in *Obbligazioni - Bilancio*, a cura di M. Notari-L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, 2006, 5; A. GRAZIANI, *Perdite patrimoniali, riduzione e annullamento del capitale nella società per azioni*, in *Foro it.*, 1955, I, 744; G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, 1485; M.J. JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *American Economic Review Papers and Proceedings*, 76, 1986, 323; M. LAMANDINI [1], *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001; M. LAMANDINI [2], *Nota a Tribunale di Napoli, 25 febbraio 2016, in tema di partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi*, in corso di pubblicazione in

Società; M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669; B. LIBONATI, *La riforma dell'amministrazione straordinaria*, in *Scritti giuridici*, Milano, 2013, 819; 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*, parere pro veritate settembre 2014; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010; A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 813; L. MENGONI, *Sulla reintegrazione del capitale azionario in caso di perdita totale*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, I, 108; R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO, *Riduzione del capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, 6*, Torino, 1993, 197; G.B. PORTALE, « *Prestiti subordinati* » e « *prestiti irredimibili* » (appunti), in *Banca borsa*, 1996, I, 1; G. SANDRELLI, *Art. 2447*, in M. VENTORUZZO - G. SANDRELLI, *Riduzione del capitale sociale - Artt. 2445-2447*, in *il Codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2013, 99; V. SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in www.regolazioneideimercati.it/sites/default/files/Crisi%20bancarie.pdf; D.A. SKEEL, jr, *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, in *Vanderbilt Law Review*, 1998, 1325; L. STANGHELLINI [1], *Director's Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A Reassessment of the 'Recapitalize or Liquidate' Rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, a cura di P. Benazzo-M. Cera-S. Patriarca, Torino, 2011, 733; L. STANGHELLINI [2], *The Implementation of the BRRD in Italy and its First Test: Policy Implications*, in *Journal of Financial Regulation*, 2016, 154; L. STANGHELLINI [3], *Commento all'art. 2446*, in *La società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, Milano, 2016, 2709; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1081; D. VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale, absolute priority rule e new value exception*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 331; R. WEIGMANN, *I doveri di collaborazione degli azionisti*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders - In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, 63.